

SELSKAPETS ERSTATNINGSANSVAR

for uriktig informasjon i emisjonsprospekt

Kandidatnr: 346

Veileder: Kristin Normann Aarum

Leveringsfrist: 26. april 2004

Til sammen 17.952 ord

28.04.2004

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	OPPGAVENS TEMA	1
1.1.1	DEFINISJONER OG PRESISERINGER	2
1.1.2	PROBLEMSTILINGENS AKTUALITET	3
1.2	AVGRENSNING	6
1.3	OPPGAVENS OPPLEGG	7
<u>2</u>	<u>PROSPEKTPLIKTEN</u>	<u>8</u>
2.1	KAPITALFORHØYELSE	8
2.1.1	BRUKEN AV FULLTEGNSGARANTISTER, ”UNDERWRITER”	12
2.2	PROSPEKTPLIKTEN	12
<u>3</u>	<u>ERSTATNINGSANSVARET</u>	<u>17</u>
3.1	GRUNNVILKÅRENE FOR ERSTATNING	17
3.1.1	ANSVARSGRUNNLAG	18
3.1.2	ØKONOMISK TAP	18
3.1.3	PÅREGNELIG ÅRSAKSSAMMENHENG	19
3.2	UGYLDIGHET	20
3.2.1	HENSYN SOM BEGRUNNER UGYLDIGHETSREGELEN	20
3.2.1.1	Allmennaksjeloven § 10-7 tredje ledd, jf § 2-10	21
3.2.1.2	Verdipapirhandelloven § 5-13	22
3.2.2	SAMMENHENGEN MELLOM REGLENE OM UGYLDIGHET OG ERSTATNING	23
3.3	ERSTATNING	24
3.3.1	RETTSPRAKSIS	24
3.3.2	TEORI	26
3.3.3	LOV OM GARANTISTILLELSE FRA STATOIL ASA VED EMISJON OG SALG AV STATENS AKSJER AV 18. MAI 2001 NR. 22	26
3.4	SKADESLØSERKLÆRINGER FRA SELSKAPET	27
3.5	ANSVARSFRAKRIVELSER	29
3.5.1	KONKLUSJON AV RETTSTILSTANDEN DE LEGE LATA	29

<u>4</u>	<u>KOMPARATIV RETT</u>	<u>30</u>
4.1.1	FREMMEDE RETTS BETYDNING SOM RETTSKILDE	30
4.1.2	DANSK RETT	30
4.1.3	SVENSK RETT	34
4.1.4	STORBRITANNIA	38
4.1.5	TYSK RETT	39
4.1.6	USA	40
4.1.7	OPPSUMMERING	40
<u>5</u>	<u>RETTSPOLITISK DRØFTELSE</u>	<u>41</u>
5.1	FORMÅLET/HVORFOR	41
5.2	REELLE HENSYN	42
5.2.1	KRITIKK AV REGELENS BEGRUNNELSE	42
5.2.2	ENDRINGENE I MARKEDET	43
5.2.3	FORHOLDET MELLOM RISIKOKAPITAL OG FREMMEDKAPITAL	47
5.2.4	MARKEDETS TILLIT	49
5.2.5	TEGNERES INTERESSER	49
5.2.6	PRIORITETSFORHOLDET I KONKURS	53
5.2.7	KREDITORENES INTERESSE	53
5.2.8	HENSYNET TIL MEDTEGNER	55
5.2.9	SAMLET VURDERING AV REELLE HENSYN	55
5.3	ALTERNATIVE ERSTATNINGSREGLER	56
<u>6</u>	<u>KONKLUSJON</u>	<u>59</u>
<u>7</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>60</u>
7.1	LOVREGISTER	60
7.1.1	NORSKE LOVER	60
7.1.2	UTENLANDSKE LOVER	60
7.2	FORSKRIFTER	61
7.3	FORARBEIDER	61
7.3.1	NORSKE FORARBEIDER	61
7.3.2	UTENLANDSKE FORARBEIDER	61
7.4	RETTSPRAKSIS	61

7.4.1	NORSK RETTSPRAKSIS	61
7.4.2	UTENLANDSK RETTSPRAKSIS	62
7.5	BØKER	62
7.6	ARTIKLER I TIDSSKRIFTER	63
7.7	UTENLANDSK LITTERATUR	63
7.8	ELEKTRONISKE DOKUMENTER	63

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema

Temaet som behandles i oppgaven er om et allmennaksjeselskap kan eller bør kunne holdes erstatningsansvarlig overfor aksjetegnere for uriktig eller villedende informasjon i et prospekt ved en kapitalforhøyelse.

Formålet med oppgaven er å gi en fremstilling av norsk rett, samt å gi problemstillingen et komparativt perspektiv. I den forbindelse er situasjonen i de skandinaviske land av særlig interesse. De skandinaviske rettssystemer likner vårt eget langt på vei, og forskjeller i regler kan bidra til å belyse om norsk rett på et gitt område fungerer tilfredsstillende. Rettstilstanden i Storbritannia, Tyskland og USA er også retningsgivende for vårt eget land på angjeldende område.

Erstatningsansvar som regelen om uriktig eller villedende opplysninger i et prospekt blir gjerne betegnet som prospektansvaret, og kan tenkes å oppstå i en rekke ulike situasjoner ved at investor lider tap som følge av han investerer i tillit til disse opplysningene. Selskapet kan for eksempel villede en investor til å tegne aksjer ved å gi konkrete utsikter til overskudd de neste fem årene når sannsynligheten for overskudd er liten. Et annet eksempel er at selskapet viser til avtaler med leverandører som i realiteten ikke eksisterer. Prospektet har også en markedsføringsfunksjon for emisjonen og selskapet. I skjæringspunktet mellom riktig informasjon og informasjon som søker å gjøre aksjene mer interessante for investor kan selskapet risikere at enkelte opplysninger blir villedende av karakter.

Emisjoner benyttes av selskapet i ulike situasjoner, og bruken har økt enormt. Selskapet kan ha behov for å øke aksjekapitalen med tanke på en konkret investering eller ut fra et ønske om å oppkapitalisere på generell basis. Ikke sjelden gjennomføres en emisjon for

å redde et selskap ut av økonomiske vanskeligheter.¹ Eksempelvis søker selskapet å ”holde seg flytende,” mens de venter på at ledelsen klarer å snu den økonomiske situasjonen, at markedet endrer seg, eller en annen type positiv utvikling/operasjon som turn around, manage buy out (mbo), leverage buy out (lbo), kan redde selskapet.² I dag ser man også at selskaper gjennomfører emisjoner for å gjøre seg attraktive for mulig take over, utsalg eller lignende, som utgjør en informasjonsmessig utfordring for selskapet for å unngå at investoren muligens investerer forgjeves.

Før jeg går nærmere inn på oppgavens tema kan det være hensiktsmessig å definere og forklare en del sentrale begreper.

1.1.1 Definisjoner og presiseringer

Oppgaven behandler allmennaksjeselskaper som ansvarssubjekt. Det finnes to aksjeselskapsformer i norsk rett som er regulert i hver sin lov, henholdsvis aksjeselskaper (as) i aksjeloven av 13. juni 1997 nr 44 (asl.) se § 1-1 og allmennaksjeselskaper (asa) i allmennaksjeloven av 13. juni 1997 nr 45 (asal.) se § 1-1. Til forskjell fra et as har et asa stor spredning av aksjene og kan hente inn kapital fra allmennheten.³ Videre er det en forutsetning for børsnotering og registrering av aksjene i Verdipapirsentralen (VPS) at selskapet er organisert som et allmennaksjeselskap, se børsforskriften av 17. januar 1994 nr 30 § 2-1 (1) (børsforsk.) og lov om verdipapirsentral av 14. juni 1985 nr 62 § 1-2 (1) litra a.

En aksje er betegnelsen på et verdipapir, se vphl § 1-2 og er en forholdsmessig eierandel i et aksjeselskap. Aksjer kan erverves ved tegning på primærmarkedet eller enhver senere omsetnings av aksjen, kalt sekundærmarkedet.⁴

Selskapsformen innebærer at ingen av deltakerne (kalt ”aksjonærer”), har personlig ansvar for selskapets forpliktelser og hefter således ikke overfor selskapskreditorene,

¹ Eksempelvis stridighetene rundt eierskapet og videre utviklingen av det nye Aker Kværner i 2001, og den danske Hafnia-saken, U.2002.2067H

² Se Bergo s. 66

³ Se Innstilling nr. 80 1996-97 s. 5 og Andenæs s. 5

⁴ Se Bergo s. 66 flg.

jf asal. § 1-1 og § 1-2.

Ved en kapitalforhøyelse øker selskapet egenkapitalen, i motsetning til når selskapet henter inn fremmedkapital, for eksempel lån. Selskapets egenkapital, nettoformuen, det vil si verdiene og eiendelene i selskapet fratrukket gjeld.⁵ Kapitalforhøyelse skjer ved nytegning av aksjer hvor selskapet utsteder flere og nye eierandeler.⁶ Investorer eller eksisterende aksjonærer tildeles et gitt antall aksjer i selskapet ved å inngå en avtale med selskapet og innbetale pålydende av det samlede antall aksjer, kalt ”aksjeinnskuddet”, til selskapet, se asal. kapittel 10. Det oppstår således et kontraktsliknende forhold mellom tegner og selskapet som utsteder aksjene.⁷

I mange tilfeller vil en kapitalforhøyelse i et asa utløse en prospektplikt, jf verdipapirhandelloven kapittel 5 og børsforskriften kapittel 18. Et prospekt er en del av tegningsgrunnlaget ved nytegning av aksjer og presenterer produktet som tilbys. Prospektet inneholder opplysninger om selskapet, aksjene som kan tegnes, samt annen informasjon som kan være av betydning når en potensiell tegner skal beslutte om vedkommende ønsker å foreta den konkrete investering.

Erstatningsansvar forutsetter at de alminnelige vilkårene for erstatning er oppfylt.

1.1.2 Problemstillingens aktualitet

Uriktig eller villedende informasjon i et prospekt utgitt i forbindelse med en kapitalforhøyelse kan medføre at aksjetegneren betaler en overpris for de nytegnede aksjene og følgelig lider et økonomisk tap. Den ulovfestede culperegelen sammen med reglene om erstatningsansvar for uriktige opplysninger i prospekt gir tegner rett til å søke erstatning av ulike aktører. Spørsmålet er i hvilken grad tegner kan kreve tapet erstattet av selskapet.

Det er antatt gjennom rettspraksis og teori at aksjetegners adgang til å kreve erstatning av selskapet for økonomisk tap han er påført som følge av uriktig eller villedende

⁵ Andenæs s. 38

⁶ Reglene om simultanstiftelse som ble innført i asal./asl. av 1997, utelukker suksessiv stiftelse, jf asal. § 10-1 (1) annet punktum. Dette medfører at samtlige stiftere tegner ved stiftelse, med en eventuell kapitalforhøyelse i etterkant. Tidligere kunne dette skje samtidig. Det foreligger ingen prospektplikt ved stiftelse.

⁷ Se blant andre Bergo s. 406 og Normann Aarum s. 262

informasjon i prospektet, avskjæres ved registreringen av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret tilsvarende reglene for ugyldighet, se asal. § 10-7 (3) jf § 2-10.⁸

Frem til registrering kan imidlertid selskapet holdes erstatningsrettslig ansvarlige med grunnlag i reglene om organansvaret. Aksjerettslige regler og prinsipper har dermed satt alminnelige erstatningsrettslige regler til side

Hovedbegrunnelsen for avskjæring av erstatningsansvar er hensynet til tredjemann, herunder særlig til selskapskreditorene og hensynet til de øvrige aksjetegnerne. I og med at aksjeeierne har et begrenset ansvar og ingen deltaker har personlig ansvar utover innskuddsplikten, medfører selskapsformen at selskapskreditorene er helt avhengig av selskapets egenkapital. Regelen skal også verne aksjeeiernes interesse i at hver av de øvrige aksjeeierne virkelig tilfører selskapet det aksjeinnskudd de har forpliktet seg til.⁹

I teorien er det hevdet at en sentral begrunnelse for avskjæring av erstatningsansvaret, er regelen om innbetaling av aksjeinnskuddet. Ved ugyldighet er det et grunnleggende aksjerettslig prinsipp at tegnet aksjekapital skal innbetales innen en avtalt frist, se asal. § 10-1 (1) nr. 5 og at tilbakebetaling av samme aksjekapital til aksjonærene kun kan skje etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen i asal. kapittel 12. Skjæringstidspunktet er registreringen i Foretaksregisteret. Etter registrering i Foretaksregisteret skal kreditorer, aksjonærer, investorer og andre tredjemenn kunne forholde seg til den nyregistrerte egenkapitalen ved vurderingen av selskapet generelt og aksjene spesielt. Et spørsmål er om aksjerettslige prinsipper er til hinder for at aksjekapitalen kan deles ut til aksjonærene i form av erstatning.

Et hovedargument mot avskjæringen av erstatningsadgangen, er at kreditorene oppnår en uberettiget og tilfeldig fordel, som man i henhold til alminnelige avtalerettslige prinsipper normalt søker å motvirke.

⁸ Rt. 1926 s. 512, Rt. 1932 s. 145, Rt. 1934 s. 946, ND 1991 s. 372 (voldgiftsdom), Rt. 1996 s. 1463, sentral teori er blant andre Normann Aarum., Bechmann m.fl., Andenæs, Aarbakke m.fl., Knudsen, Sæbø, Aarbakke, Kritisk er Berge, Werpen, Birkeland.

⁹ Normann Aarum s. 263

For tegner innebærer regelen en ulempe av særlig tre grunner. For det første vil det være vanskelig og til dels umulig for tegner å oppdage at opplysningene i prospektet ikke stemmer med de faktiske forhold i perioden før registrering. De uriktige opplysningene kan være godt skjult og ikke sjelden vil tegner mangle ressurser og ekspertise til å oppdage disse. Formålet med prospektet er nettopp at tegner ikke skal behøve å bruke tid og ressurser på grundige undersøkelser. Feilen vil gjennomgående bli oppdaget av tegner eller andre etter registrering av kapitalforhøyelsen. I praksis er dermed adgangen til å kreve erstatning av selskapet avskåret eller i hvert fall svært begrenset.

For det andre kan tegner riktignok rette et erstatningskrav mot de øvrige ansvarssubjektene som styremedlemmer, tilrettelegger, revisorer, advokater og andre rådgivere, men det kan være vanskelig å oppnå erstatning. Flere av aktørene kan ha fraskrevet seg hele eller deler av ansvaret. Etter registrering vil tegner av den grunn ha en begrenset krets å rette et krav mot. Videre kan kravets størrelse være et problem. Med bakgrunn i asal. § 17-1 og vphl § 5-10 og styrets fullstendighetserklæring vil styremedlemmene kunne holdes ansvarlige. Styremedlemmene har et (ubegrenset) personlig ansvar, men problemet er at i svært mange tilfeller vil de summer som kreves erstattet være langt høyere enn det et styremedlem kan håndtere på egenhånd/privat.¹⁰

For det tredje har tegner bevisbyrden for at den konkrete culpøse handling eller unnlatelse fant sted.¹¹ I henhold til organansvaret og reglene om identifikasjon med kontraktsmedhjelpere vil det imidlertid være tilstrekkelig å fastslå at noen selskapet identifiseres med, med overveiende sannsynlighet har handlet erstatningsbetingende uaktsomt eller forsettelig. Når selskapet ikke lenger kan holdes erstatningsrettslig ansvarlig, kan det være vanskelig for tegner å finne ut hvilke aktører som har handlet culpøst.

Regelen er således et resultat av en avveining hvor hensynet til kreditorene og deres mulighet til å få dekning for deres krav har fått avgjørende betydning. Norsk, og skandinavisk aksjelovgivning for øvrig, har tradisjonelt lagt stor vekt på beskyttelse av

¹⁰ Bergo s. 417, gjelder også foregående avsnitt

¹¹ Hov s. 158

kreditorenes interesser. Oppfatningen synes å være at en investor langt på vei har akseptert risikoen som ligger i at innskuddet eller investeringen kan gå tapt.¹²

Resultatet av avveiningen medfører at sentrale hensyn til tegner tilsidesettes samtidig som regelen innebærer et betydelig unntak fra alminnelige kontraktsrettslige regler om erstatning ved mangel. Et naturlig spørsmål er om rettskildesituasjonen de lege lata innebærer at selskapets erstatningsansvar er avskåret etter registrering som antatt.

Tyskland og flere andre land har etablert et erstatningsansvar for selskapet uavhengig av registrering, mens andre land, som Sverige har foreslått å gjøre det. Spørsmålet er så hvilke regler som gjelder i land det er naturlig å sammenlikne oss med, hvorfor de eventuelt har endret reglene og på hvilken måte reglene skiller seg fra norsk rett.

Prospektansvaret har fått en stadig sterkere aktualitet gjennom en kraftig internasjonalisering av kapitalmarkedet de siste 15-20 år. Internasjonaliseringen har ført med seg endringer av faktisk og rettslig art blant annet strengere informasjonskrav og sterkere investorbeskyttelse¹³. Aksjeselskapsformen er altoverskyggende i det moderne næringsliv, og markedsaktørenes tillit til markedet generelt og selskapet spesielt er helt avgjørende, herunder både kreditors og investors tillit. For selskapet er både fremmedkapital og egenkapital sentrale måter å skaffe kapital på. I forlengelsen av dette skal det drøftes om rettskildematerialet sammen med reelle hensyn tilsier at norsk rett bør innføre et erstatningsansvar for selskapet også etter registrering.

1.2 Avgrensning

Prospektplikten påvirker særlig asa som utsteder, og oppgaven retter seg av den grunn mot asa som ansvarssubjekt, se vphl kapittel 5 og børsforsk. kapittel 18. Av plasshensyn avgrenses oppgaven mot øvrige ansvarssubjekter som styremedlemmer, tilretteleggere, revisorer, advokater og andre rådgivere. Disse behandles kun der dette har betydning for selskapets ansvar.

¹² Normann Aarum s. 263

¹³ Se blant annet den generelle informasjonsplikten i børsforsk kapittel 5, prospektplikten i vphl kapittel 5 og børsforsk kapittel 18.

Oppgaven omhandler kravet om erstatning i kontraktsforholdet mellom tegner og utsteder. De uriktige opplysningene i prospektet og annet tegningsmateriale utgjør en kontraktsrettslig mangel og kan gi grunnlag for ugyldighet og heving ved siden av erstatningskrav. Asal. § 10-7 (3), jf § 2-10 og vphl § 5-13, sammen med avtaleloven av 31. mai 1918 nr 4 §§ 33 og 36 hjemler tegners rett til å påberope seg ugyldighet på grunn av feil ved kontraktsinngåelsen. Erstatningsansvarets grunnlag og begrunnelse er nært tilknyttet reglene om ugyldighet, og ugyldighetsreglene behandles i den grad de belyser erstatningsansvaret.

I henhold til alminnelige kontraktsrettslige regler om heving må mangelen være vesentlig. Et hevingsoppgjør innebærer en tilbakeføring av ytelsene, lignende restitusjon ved ugyldighet, men gir ikke separatistrett i konkurs. Omfanget kan også bli forskjellig, men heving følger likevel trolig reglene om ugyldighet i dette spørsmålet.¹⁴ Utover dette behandles ikke heving som sanksjonsform i det følgende.

Kretsen av skadelidte har stor betydning for erstatningsansvarets omfang. Økonomisk tap som følge av uriktige opplysninger kan også ramme investorer og aksjonærer som har kjøpt og solgt aksjene på sekundærmarkedet. Spørsmålet om kjøpere og selgere på sekundærmarkedet kan rette erstatningskrav mot selskapet for uriktige eller villedende opplysninger i prospekt, behandles kun i forbindelse med diskusjonen om omfanget av erstatningsansvaret i primærmarkedet. Ulike oppfatninger skisseres, men av hensyn til oppgavens omfang drøftes ikke ansvaret som sådan eller om sekundærmarkedet skal omfattes dersom erstatningsansvar innføres.

1.3 Oppgavens opplegg

Jeg vil i det følgende søke å redegjøre for om tegner kan/eventuelt bør kunne rette et erstatningskrav mot selskapet.

I kapittel 2 behandles prospektplikten, herunder redegjørelse om kapitalforhøyelsen.

¹⁴ Se blant andre Normann Aarum s. 262, Knudsen s. 3, Bergo s. 480, Werpen s. 625

Erstatningsansvaret drøftes i kapittel 3, herunder det rettslige grunnlaget, sammenhengen med ugyldighetsreglene, selskapets mulighet til å utvide eller fraskrive seg eller andre ansvar, samt muligheten til å holde tilretteleggere og investorer skadesløse.

Kapittel 4 gir en komparativ fremstilling av rettstilstanden i Danmark, Sverige, Storbritannia, Tyskland og USA. Fremstillingen søker å belyse eventuelle forskjeller fra norsk rett.

I kapittel 5 foretas en rettspolitisk drøftelse av reelle hensyn, og om disse taler for en endring av rettstilstanden. Sist i kapittelet skisserer jeg opp alternative erstatningsregler. En grundig drøftelse av regelens mulige utforming ville sprengte rammene for oppgaven..

Konklusjonen følger av kapittel 5.

2 Prospektplikten

2.1 Kapitalforhøyelse

Aksjetegning innebærer at tegner forplikter seg til å erverve nyutstedte aksjer mot å betale det fastsatte vederlag. Kontraktsforholdet partene i mellom reguleres både av aksjerettslige prinsipper og alminnelige kontraktsrettslige prinsipper.¹⁵

Under dette punktet redegjøres det for hva en kapitalforhøyelse er, hvorfor selskapet benytter seg av kapitalforhøyelse, hvilke regler som regulerer gjennomførelsen av denne, herunder innbetalingsreglene, hvilke interesser som skal beskyttes, samt kravene til tegningsgrunnlaget.

Selskapet kan skaffe kapital gjennom fremmedkapital og risikokapital som øker selskapets egenkapital. I sistnevnte tilfelle tar investor risikoen for om investeringen

¹⁵ Se blant andre Normann Aarum s. 262

stiger i verdi og gir avkastning og oppnår samtidig innflytelse som aksjonær i generalforsamlingen, jf asal. kapittel 5.

Egenkapitalen er selskapets nettoformue. Ved stiftelse av et allmennaksjeselskap må selskapet ha en aksjekapital på minst NOK 1.000.000, jf asal § 3-1. En viss del av det årlige nettooverskuddet overføres til fond for vurderingsforskjeller som sammen med aksjekapitalen utgjør selskapets bundne egenkapital, jf asal. §§ 3-2 og 3-3. Bundet egenkapital innebærer at midlene ikke kan utdeles til aksjonærene på andre måter enn de som er oppregnet i asal § 8-1 (1). Formålet med disse avsatte midlene er å sikre en kapitalbase for selskapets kreditorer. Selskapets overskytende midler utgjør den frie egenkapitalen som i tråd med utdelingsreglene fritt kan utdeles til aksjonærene, jf asal § 3-6. Utover dette er utdelingen kun begrenset av kravet om forsvarlig egenkapital og styrets handleplikt dersom ”..egenkapitalen er lavere enn forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet”, jf asal §§ 3-4 og 3-5.

Selskapet gjennomfører en nytegning av aksjer ved å utstede eller ”emittere” omsettelige verdipapirer, se verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl) § 5-1, derav begrepet ”emisjon.” En emisjon betegner både selve utstedelsen av verdipapirene så vel som prosessen fra en gitt gruppe personer tilbys å tegne verdipapirer i selskapet, til de aktuelle personene tegner seg, får tildelt det ønskede antall verdipapirer, betaler for verdipapirene og nytegningen registreres i VPS.

Selskapet kan utstede et bestemt antall nye aksjer til tegning enten for offentligheten generelt eller overfor en bestemt gruppe personer, betegnet som henholdsvis offentlig og rettet emisjon. Ved en offentlig emisjon kan strengt tatt hvem som helst tegne seg. Ved en rettet emisjon gis tilbudet om tegning overfor eksisterende aksjonærer eller ønskede investorer, se vphl § 5-1 (1).¹⁶

Der ”tilbud om tegning” rettes til en krets investorer er det i avtalerettslig forstand mer tale om en invitasjon til tegnerne om å fremme et tilbud om å tegne, som utstederforetaket ved styret normalt står fritt til å akseptere eller ikke, se ordlyd i vphl

¹⁶ Bergo s. 66 gjelder også foregående avsnitt

§ 5-1 (1). Tross i at ordlyden kan diskuteres, er det imidlertid klart nok hva loven sikter til.¹⁷ Dette diskuteres ikke i det videre.

Beslutningen om å forhøye selskapets aksjekapital treffes av generalforsamlingen og forutsetter at selskapet allerede er stiftet og registrert, jf asal § 10-1 (1). Loven oppstiller innholdsmessige krav til beslutningen, jf § 10-1-(2), som inngår som en del av tegningsmaterialet, se § 10-7 (2). Blant opplysninger som skal gis er minstebeløpet kapitalforhøyelsen skal forøkes med, pris per aksje, hvem som kan tegne, tegningsfristen og tidspunkt for innbetaling av aksjeinnskuddet.

Kursfastsettelsen skjer tradisjonelt gjennom enten tendersystemet eller bookbuildingsystemet. Førstnevnte er en form for auksjonssystem der interesserte tilkjenne gir den kurs de er villige å tegne for. I bookbuildingsystemet bes en gruppe utvalgte investorer om å gi et uforpliktende tilbud på hva de er villige til å gi for aksjene.¹⁸

Generalforsamlingens vedtak skjer med bakgrunn i forslag fra styret. Til beslutningen stilles innholdsmessige krav også til forslaget, herunder redegjørelse, tilgjengelig avskrift av seneste årsregnskap, årsberetning og revisjonsberetning, jf § 10-3. Forslaget inngår som en del av tegningsgrunnlaget.

Asal § 10-7 oppstiller visse formkrav til selve tegningen. Tegningen skal skje på et tegningsformular eller i protokollen fra generalforsamlingen som beslutter kapitalforhøyelsen, jf § 10-7 (1). Videre foreligger en prospektplikt for selskapet i visse situasjoner.¹⁹ Bestemmelsen regulerer forholdet partene i mellom, hva som gjør tegningen bindende og restriksjoner i adgangen til å fragå tegningen og står sentralt i behandlingen av erstatning i punkt 2.3.2.3 nedenfor.

I henhold til børsloven av 17 november 2000 nr 80 § 4-4 skal nyemitterte aksjer i selskap med børsnoterte aksjer tas opp til notering straks selskapet kan gi en skriftlig

¹⁷ Bergo s. 77, se også JSC s. 89

¹⁸ Schans Christensen s. 296

¹⁹ Se nedenfor i punkt 2.2.1

bekreftelse om at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, samt at de nye aksjene er registrert i Verdipapirsentralen.²⁰

Formålet med et regulert verdipapirmarked er å legge til rette for en effektiv, sikker og ordnet med verdipapirer, deriblant aksjer, se vphl § 1-2, jf vphl § 1-1 og NOU 1999:3 om organisering av børsvirksomhet kapittel 5.4.1.

Av samme grunn er gjennomførelsen av kapitalforhøyelsen regulert. Av særlig betydning er aksjekapitalen, som vernes gjennom innbetalingsreglene. Overfor hver enkelt tegner gjelder det skal være klargjort når og hvor innbetalingen skal skje (tegningsfristen), se asal § 10-1 (1), se nr 5 og 6. Lovlig gjennomføring av kapitalforhøyelsen i sin helhet forutsetter at minstebeløpet generalforsamlingen har satt, blir tegnet innen tegningsfristens utløp, jf § 10-8.

Det sentrale skjæringspunktet ved siden av tegningsfristen er registreringen i Foretaksregisteret innen en frist på tre måneder etter tegningsfristens utløp, jf § 10-9. Forhøyelsen registreres dersom aksjeinnskuddet er innbetalt og bekreftet av revisor. I motsatt fall bortfaller kapitalforhøyelsen i sin helhet med det resultat at tegningen ikke er bindende for noen av partene. Det samme gjelder dersom melding nektes på grunn av feil som ikke kan rettes. Aksjekapitalen anses forhøyd i og med registreringen i Foretaksregisteret, § 10-10.

En eventuell tilbakebetaling til aksjonærene eller ettergivelse av selskapets krav på aksjeinnskudd etter registreringen kan bare skje etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen i asal kapittel 12, se uttrykkelig i § 10-7 (3), jf § 2-10 (3) og vphl § 5-13. På denne måten er kreditorer og de øvrige aksjetegnerne sikret at selskapet tilføres det aksjeinnskudd tegnerne har forpliktet seg til.²¹ Registreringen ligner en rettsvernsakt hvor kreditor, investor og andre etter dette kan forholde seg til den endrede kapitalsituasjonen i selskapet.

²⁰ Bergo s 388 flg.

²¹ Knudsen s. 1

2.1.1 Bruken av fulltegnsgarantister, "underwriter"

Ved en emisjon må selskapet akseptere risikoen for at minstebeløpet ikke tegnes. De kostnadene selskapet har hatt i forbindelse med emisjonen og gjennomføringen av denne vil da gå tapt. Videre kan en mislykket emisjon innebære et prestisjemessig nederlag, skrinlegging av en planlagt investering og alvorlige økonomiske konsekvenser for selskapet. For å unngå denne risikoen er det blitt stadig mer vanlig å benytte såkalte "fulltegningsgarantier" gitt av en eller flere tilretteleggere eller investorer, kalt "underwritere". En avtale om underwriting innebærer at et eller flere investeringsselskaper eller tilretteleggere tilbyr å tegne samtlige aksjer i emisjonen dersom emisjonen ikke fulltegnes. Dernest selger de aksjene videre på sekundærmarkedet. Garantien fra den eller de aktuelle underwritere kan begrenses i tid eller på annen måte, blant annet ved å gjelde tegning av samtlige aksjer eller kun en del og således omfatte hele eller deler av det tegnede beløp, jf børsforsk.) § 18-3 punkt 9.²²

Det kontraktsrettslige forholdet mellom selskapet og underwriter reguleres i utgangspunktet av kontrakten, supplert med alminnelige kontraktsrettslige prinsipper. I enkelte tilfeller oppstår imidlertid særlige problemer hvor spørsmålet er om kontraktsrettslige regler må vike for aksjerettslige prinsipper. Noen av problemene drøftes senere i oppgaven.

2.2 Prospektplikten

Tegners kontraktsrettslige forpliktelser er begrenset og gjelder i hovedsak selve tegningen og innbetalingen av tegningsinnskuddet. De mest omfattende oppgaver og forpliktelser ligger på selskapet som utsteder aksjene,²³ og selskapet må følge den lovbestemte fremgangsmåte.²⁴ En av de mest sentrale forpliktelsene er kravene til innholdet i tegningsmaterialet, herunder prospektplikten og børsnoteringsplikten som gjelder dersom aksjene i asa allerede er børsnotert. Reglene skal sikre at tegner har tilstrekkelig informasjon til å foreta en overveid beslutning, samt at prosessen skjer på en forsvarlig måte til gode for selskapet generelt og kreditorene spesielt.

²² Gitt av Finansdepartementet, se også lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer av 18. mai 2001 nr. 22.

²³ Bergo s. 360

²⁴ se punkt 2.1.1

Prospektplikten er bakgrunnen og forutsetningen for prospektansvaret. Spørsmål som bør avklares i denne sammenheng er hvorfor prospektplikten aktualiseres i enkelte situasjoner, innholdsmessige krav, når plikten aktualiseres og hvem som er involvert i denne prosessen.

Børsnoterte selskaper har en generell informasjonsplikt overfor investorer, aksjonærer, kreditorer, andre markedsaktører og tredjemenn, jf børsforsk. kapittel 5, og den er både periodisk og løpende. Informasjonsplikten er et viktig virkemiddel for å oppnå tillit hos markedsaktørene og i markedet generelt. Kravene til informasjon er også en sentral del av investorbeskyttelsen og gir seg utslag ved en kapitalforhøyelse ved at selskapet har en særlig prospektplikt. For børsnoterte selskaper følger plikten både av asal § 10-7 (1) som viser til vphl § 5-1 og børsforsk. kapittel 14 og 18 og grunnlagene fungerer både selvstendig og parallelt. For asa som ikke er børsnotert følger plikten av vphl kapittel 5 alene. Prospektreglene i vphl kapittel 5 inkorporerer Rdir. 89/298 Prospektdirektivet. Deler av detaljutformingen er et resultat av den nasjonale tilpasningen direktivet åpner for. Lovgiver har imidlertid samordnet reglene langt på vei med regelverket i øvrige EØS/EU land.

Oppgavens problemstilling blir først aktuell der tilbud og prospekt er gitt potensielle tegnere. Et prospekt inngår som en del av tegningsgrunnlaget, og dets formål og funksjon kan på mange måter sammenliknes med prospektet som utleveres i forbindelse med et boligsalg.²⁵ Prospektet er et samlet informasjonsmateriale og skal gi opplysninger om selskapets økonomi, virksomhet og ledelse, aksjene og alle øvrige forhold som er nødvendige for at investorene ”..skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter og av rettigheter knyttet til aksjen”, jf formålsbestemmelsen i børsforsk § 14-1. De innholdsmessige kravene fremgår av vphl § 5-5 og børsforsk. § 14-1 og § 15-2. Ved en emisjon kreves ytterligere tilleggsopplysninger om kapitalforhøyelsen, bruk av underwritere, hvilke erklæringer som er gitt og så videre, jf børsforsk. § 18-3.

Formålet bak prospektplikten er i første rekke investorbeskyttelse. Gjennom krav til innhold og presentasjon av relevant informasjon om aksjene og utstederen av disse skal

²⁵ Prospektplikt oppstår blant annet også ved børsintroduksjoner, fusjoner og fisjoner, se børsforsk. del V

investorene settes i stand til å foreta en velfundert vurdering av de risiki den aktuelle investeringen innebærer. Kravet til opplysninger ved offentlige tilbud vil også være med på å styrke tilliten til verdipapirmarkedene og legge til rette for prisfastsettelse av verdipapirene i sekundærmarkedet. I tillegg er prospektplikten begrunnet i notoritetshensyn, og et ønske om at gjennomføringen av tilbud foregår i ordnede og tillitvekkende former.²⁶

Prospektplikt ved offentlige tilbud forutsetter at fem vilkår er oppfylt, jf § 5-1. Plikten oppstår der det foreligger et tilbud om tegning. Tilbudet gjelder omsettelige verdipapirer, jf vphl § 1-2 (3) se (2) nr. 1, der tilbudet er rettet til flere enn 50 personer (en presisering av Rdir. 89/298. Grensen ble tatt inn i norsk lovgivning for å ”..unngå en del tvilsspørsmål som ellers ville kunne oppstå.”²⁷), som alle er i det norske verdipapirmarkedet og at tilbudet gjelder en samlet salgssum for det samlede antall verdipapirer større enn tilsvarende 40.000 euro.²⁸ Sistnevnte gjelder uavhengig av verdipapirenes pålydende eller markedsverdien.²⁹ Prospektet må ha vært offentliggjort senest dagen før tegner foretar den forpliktende disposisjon uavhengig av om tegningen skjer på særskilt tegningsformular eller i generalforsamlingsprotokollen, jf vphl § 5-11, se asal. § 10-7 (1). Den avgrensningen som er gjort i § 5-1 innebærer at plikten også kan oppstå der tilbudet er rettet mot en bestemt angitt krets, i motsetning til rådsdirektivet som uttrykkelig utelukker slikt tilbud fra prospektplikten. Forutsetningen er at kretsen består av minst 50 personer, eksempelvis et selskap med flere enn 50 aksjonærer.

Videresalg av aksjene i sekundærmarkedet kan regnes med i personkretsen på 50. Årsaken er at selskapet i realiteten omgår reglene ved at de opprinnelige tegnerne sammen med utstederne har til hensikt å videreselge verdipapirene til en vid krets innen kort tid. Det samme gjelder der tilrettelegger tegner aksjer i en emisjon med den hensikt å videreselge til flere enn 50 personer.³⁰ Begge avtalene kan være såkalte underwriter-avtaler. Har tilrettelegger enten forut for tildeling inngått avtale om å tegne seg i emisjonen på vegne av kunder, det forut for tildeling er inngått avtale om videresalg for å avlaste sin egen tegning-/kursrisiko, eller om det forøvrig foreligger omgåelseshensikt

²⁶ NOU 1996:2 om lov om verdipapirhandel s. 140

²⁷ NOU 1996:2 s. 146

²⁸ Bechmann m fl s. 411

²⁹ Bechmann m fl s. 422

³⁰ Se Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd sak 4/97, 5/97, 16/97 og 17/97.

av prospektreglene fra tilretteleggers side, må kundene i videresalget således telle med i personkretsen. Det samme gjelder dersom utsteder/tilrettelegger på bakgrunn av etterspørselen har et ønske om å plassere emisjonen til flere enn 50 personer, og dette løses ved at tilrettelegger tildeles aksjer som umiddelbart etter tildelingen videreselges til en kurs tilnærmet emisjonskurs.³¹

Når et børsnotert selskap utsteder børsnoterte aksjer utløses prospektplikten også av børsforskriftens regler, såfremt selskapet øker aksjekapitalen med mer enn 10 % av verdien på aksjekapitalen i samme aksjeklasse, jf § 18-1.³² § 18-1 (2) nr. 1-5 oppstiller visse unntak som delvis er sammenfallende med unntakene i vphl. Alle ”ordinære” rettede emisjoner til en mindre krets av tegnere medfører således prospektplikt. Til forskjell fra vphl er det ikke et krav at prospektet foreligger før tegner aksepterer, og det er tilstrekkelig at prospektet offentliggjøres senest kl.12:00 dagen før de nyutstedte aksjene tas opp til notering, jf børsforskriften § 18-2 (1). Prospektplikten etter børsforsk. har sammenheng med de strenge informasjonskravene for børsnoterte selskaper, se børsfork. kapittel 5. Prospektet har her primært et status- og informasjonsdokument til verdipapirmarkedet og aksjonærene, og i mindre grad et underlagsdokument for tegnerne.³³

Tegner kan rette sitt erstatningskrav for uriktig informasjon i prospekt mot flere ansvarssubjekter. Både styremedlemmer, tilretteleggere, revisorer, advokater og andre rådgivere omfattes av prospektansvaret i kraft av sin delaktighet ved utformingen og utgivelsen av prospektet. Ansvarsgrunnlaget er alminnelig culpa og følger blant annet av asal. § 17-1, supplert av ulovfestede erstatningsregler. I tillegg kan aktørene pådra seg ansvar med grunnlag i ulike ansvarserklæringer de undertegner i forbindelse med utgivelse av prospektet.

Styrets prospektansvar er regulert i vphl § 5-10 og børsforskriften § 14-2. Samtlige i styret er ansvarlig for at prospektet følger de lovfestede krav. Styremedlemmer er pålagt å undertegne en ”fullstendighetserklæring”³⁴ hvor de påtar seg ansvaret for at all

³¹ Se børsstyrets uttalelser i vedtak 12. august 1997 inntatt i Vedtak og Uttalelser 1997 s. 56-59. og Bechmann m fl. Kommentar s. 419

³² Jf Rådsdirektiv 80/390

³³ Bergo s. 376 flg

³⁴ Bergo s. 406

nødvendig informasjon er tatt med og at opplysningene stemmer med de faktiske forhold og ikke er villedende. Styret er følgelig nærmeste å rette et erstatningsansvar mot. Styremedlemmer vil gjennomgående har styreansvarsforsikringer som langt på vei dekker et eventuelt ansvar.

Tilretteleggere utarbeider prospektet sammen med styret og selskapets ledelse. Det normale vil være at tilrettelegger mottar alle nødvendige opplysninger fra selskapet. I kontrakten med selskapet og i prospektet vil tilrettelegger gjennomgående fraskrive seg så mye av ansvaret for innholdet som mulig.³⁵

Revisorer er ansvarlig for regnskapet gjennom asal. § 17-1 og revisorloven av 15. januar 1999 nr 2 § 8-1.

Advokater og andre juridiske rådgivere har særlig to roller. Den ene er å bekrefte at de formelle kravene til emisjonen er overholdt og at den dermed er gyldig. Den andre er å gjennomføre en due diligence av selskapet og bekrefte at opplysningene om selskapet i prospektet er dekkende og beskrivende med unntak av kommersielle, økonomiske eller regnskapsmessige opplysninger.

Kravene til den culpøse handling og ansvaret vil således variere med de plikter de ulike aktører utfører.

Børsen skal kontrollere at prospektet følger de lov- og forskriftsfastsatte krav, jf vphl § 5-7. Dersom børsen finner at prospektet ”..inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger..” kan børsen nedlegge forbud mot gjennomføringen av tilbudet.³⁶ Henvisningen til ”opplysninger” må forstås med den begrensning at det kun gjelder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve de aktuelle verdipapirene, jf blant annet § 5-13.³⁷ Børsen har imidlertid ingen korresponderende plikt til å foreta undersøkelser om det foreligger faktiske forhold som tilsier at prospektet gir et uriktig eller villedende inntrykk.³⁸ Det

³⁵ Knudsen s. 7

³⁶ Bechmann m fl s. 471

³⁷ Bechmann m fl s. 474

³⁸ se NOU 1996:2 s. 156, Ot.prp. 29 1996-97 s. 100

påligger heller ikke børsen noen generell plikt til å kontrollere lovligheten av emisjoner mv.³⁹ Etter registrering i Foretaksregisteret er det imidlertid for sent å forby gjennomføring, også for børsen.⁴⁰

Det forutsettes i det videre at selskapet har overholdt prospektplikten, og at de formelle kravene til innholdet er fulgt.

3 Erstatningsansvaret

3.1 Grunnvilkårene for erstatning

Retten til å kreve erstatning i et kontraktsforhold forutsetter en kontraktsrettslig mangel, jf alminnelige kontraktsrettslige prinsipper om mangler. Informasjonen i prospektet er en sentral del av avtalen om tegning av aksjer. Dersom noen av opplysningene som fremkommer i prospektet er uriktige, mangelfulle eller villedende, innebærer det et brudd med avtalens forutsetninger og utgjør således et mangelfullt avvik fra det avtalte. Vphl § 5-10 og børsforsk. § 14-1 annet punktum stiller krav til at opplysningene i prospektet er i samsvar med de faktiske forhold. Selskapet er pålagt å utgi et tillegg til prospektet dersom en ”..ny omstendighet eller vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene,..” dukker opp etter offentliggjøring av prospektet, vphl § 5-5 (2). Brudd på disse krav gir tegner en rett til å kreve erstatning eller andre kontraktsrettslige sanksjoner.

For å oppnå erstatning må tre grunnvilkår være oppfylt, jf alminnelige erstatningsrettslige prinsipper. Det må foreligge et ansvarsgrunnlag, skadelidte (tegner) må ha lidt et økonomisk tap og det må foreligge påregnelig årsakssammenheng mellom skadeforvoldelsen og tapet.⁴¹

³⁹ se NOU 1996:2 s. 156-157, Ot.prp. 29 (1996-97) s. 101 og Bergo s. 384

⁴⁰ Bechmann m fl s. 475

⁴¹ Se gjennomgangen av vilkårene i Lødrup

3.1.1 Ansvarsgrunnlag

Erstatningsansvarets omfang avhenger langt på vei av ansvarsgrunnlaget. Objektivt ansvarsgrunnlag forutsetter at selskapet har gitt en erklæring, eller særlig avtalt dette med sin kontraktspart. Det forutsettes at slik erklæring eller avtale ikke er gitt som medfører at de alminnelige erstatningsreglene kommer til anvendelse. Utstederselskapet hefter for uaktsomme forhold fra sine styremedlemmer, kalt ”organansvaret,” og fra sine ansatte i henhold til arbeidsgiveransvaret, jf skadeserstatningsloven av 13. juni 1969 nr. 26 § 2-1, men sistnevnte er mindre aktuelt i denne sammenheng. I og med selskapets kontraktsforhold med tegner hefter selskapet også for uaktsomme forhold fra sine rådgivere, som tilrettelegger, revisor, advokater og andre.⁴² Prospektet utgis i selskapets navn. Når styret, rådgivere og liknende handler innen rammen av det oppdrag de er gitt ved fremleggelsen av prospektet er selskapet i utgangspunktet ansvarlige etter alminnelige prinsipper om erstatningsansvar i kontrakt.⁴³

I det videre forutsettes det at noen selskapet er ansvarlig for har opptrådt erstatningsbetingende uaktsomt, med mindre andre ansvarsgrunnlag presiseres. Ansvaret innebærer at selskapet kan søke regress hos den/de ansvarlige.

3.1.2 Økonomisk tap

Den skade prospektansvaret aktualiserer er det tap aksjetegner påføres ved at aksjens verdi synker.⁴⁴ I det videre forutsettes at de uriktige eller villedende opplysninger har påført tegner et økonomisk tap.

Omfanget av det økonomiske tap kan være variere. Blant variablene er hva de feilaktige eller villedende opplysningene bestod i og hvor stort tap de kan medføre, om opplysningene var gitt noen eller alle og hvor mange som dermed har et erstatningskrav, opplysningens natur kan være av avgjørende betydning for noen og mindre interessant for andre, hvem tegner er, hva vedkommende i kraft av sitt forhold til selskapet visste, og om det var en rettet eller offentlig emisjon.

⁴² Bergo s. 406

⁴³ Culpa in contrahendo, se Normann Aarum s. 251

⁴⁴ Sandeberg s. 103

Videre er det av betydning om tegner kan kreve både sitt direkte tap og konsekvenstap, som utgifter de har hatt i forbindelse med tegningen, dekket.⁴⁵

Answarets omfang beror således ikke bare på hvilke summer som kreves erstattet av den enkelte tegner, men også antallet av tegnere. Erstatningskravet kan variere fra én tegners tap som følge av en mindre kursendring, til store krav fra flere eller samtlige tegnere med krav om dekning av hele tegningsbeløpet som følge av at selskapet har gått konkurs eller at selskapet har mistet all verdi.

3.1.3 Påregnelig årsakssammenheng

Utformingen av kravet til påregnelig årsakssammenheng har også betydning for erstatningsansvarets omfang og hvor praktisk ansvaret blir. Dersom beviskravene som påhviler tegner er for store kan erstatningsansvar være tilnærmet utelukket av den grunn. Ulike teorier om årsakssammenheng har vært fremmet i juridisk litteratur. Formålet med denne redegjørelsen er kun å gi en oversikt over problemet, hovedteorier og drøftelser i den forbindelse, uten å søke å gi svar på hva bevisbyrderregelen for tegner er.

Samuelsson har fremsatt en alternativ årsakslære som bryter med den tradisjonelle lære. Den tradisjonelle lære innebærer at det påhviler investor å godtgjøre at de uriktige opplysningene har vært tilgjengelig for ham, og at han har handlet i tillit til disse. Kravet til subjektiv tillit erstattes med en tillitspresumsjon, hvor de uriktige opplysningene som er fremsatt presumeres å ha påvirket beslutningen om å investere. Læren har sin bakgrunn i amerikansk rett og forutsetter at den feilaktige informasjon allerede er avspeilet i kursen. Vilårene for å ilegge erstatning blir dermed om uriktig informasjon foreligger, og at investeringen skjer i tidsperioden mellom avgivelsen av uriktig informasjon og korrigeringen av denne.

Normann Aarum hevder på sin side at det for styremedlemmers eksterne erstatningsansvar bør gjelde en regel om omvendt bevisbyrde for kravet om årsakssammenheng. Hun mener det i hvert fall bør gjelde der styremedlemmet har utvist grov skyld, og det samme syn bør kunne gjelde for selskapet.

⁴⁵ Hov s. 156

En dansk Højesteretsdom publisert i UfR.2000.2176 har lagt seg i mellom disse teoriene ved å basere seg på et lempligere krav til årsakssammenheng sammen med en regel om omvendt bevisbyrde. Saken gjaldt en bank som ble holdt erstatningsansvarlig for å ha gitt uriktige opplysninger i en børsmelding om at emisjonen var overtegnet.

Opplysningene var åpenbart uriktige, og banken ble antatt å ha utvist grov skyld ved bevisst å villedde markedet om forhold av vesentlig betydning. Højesteret påla banken bevisbyrden for at feilen ikke hadde påført investor tap.⁴⁶

I det videre forutsettes det at det foreligger påregnelig årsakssammenheng. Alle tre vilkår forutsettes oppfylt, og det legges således til grunn i det videre at erstatningsbetingende ansvar foreligger.

3.2 Ugyldighet

Tegners adgang til å påberope seg ugyldighet er regulert av lovgiver i asal. § 10-7 (3) jf § 2-10 og vphl § 5-13. Begge bestemmelsene er preseptoriske og avskjærer tegners rett til å hevde seg ubundet av tegningen etter registrering. Erstatning og ugyldighet innebærer begge en tilbakebetaling av aksjeinnskudd til tegner. Siden kun ugyldighet er regulert vil både begrunnelsen for og reglene om ugyldighet av denne grunn være av betydning både for regelen om erstatning og forståelsen av denne. Ugyldighetsreglene og hensynene bak disse gjennomgås i det følgende.

3.2.1 Hensyn som begrunner ugyldighetsregelen

I avveiningen med tegners interesser, har kreditorenes interesser og likebehandlingen av aksjonærene fått avgjørende vekt.⁴⁷ Forarbeidene uttaler at ”..disse sanksjonene i aksjeselskapsforhold kan ha uheldige skadevirkninger overfor tredjemann som har innrettet seg etter en selskapsdisposisjon som det hefter selskapsrettslige mangler ved.”⁴⁸

Tegners interesser og avviket fra grunnleggende kontraktrettslige regler om ugyldighet er viet liten plass i rettskildene. Synspunktet synes å være at tegnerne som skyter inn frisk egenkapital i selskapet, ”..langt på vei har akseptert risikoen at innskuddet kan gå

⁴⁶ Normann Aarum s. 279 flg., som viser til Per Samuelsson og UfR.2000.2176

⁴⁷ Se blant andre Normann Aarum s. 263

⁴⁸ NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning s. 89

tapt.”⁴⁹ Syn på tegner og tegners interesser har forandret seg betydelig, og behandles i punkt 4.

Innrettelseshensynet er langt på vei avgjørende for valget av registrering som skjæringstidspunkt. Lovgiver videreførte regelen, fordi de nevnte hensyn særlig gjør seg gjeldende etter registrering i Foretaksregisteret.⁵⁰ Etter registrering av kapitalforhøyelsen vil allmennheten, representert ved nye og gamle kreditorer, så vel som potensielle investorer vurdere selskapets situasjon i lys av det innbetalte aksjeinnskudd. Tredjemanns interesser berøres dermed i langt større grad. Før registreringen har disse aktørene ingen grunn til å regne med at minstebeløpet overskrides eller hvor stort aksjeinnskuddet blir til slutt.⁵¹

3.2.1.1 Allmennaksjeloven § 10-7 tredje ledd, jf § 2-10

Asal § 10-7 (3), jf § 2-10 regulerer det kontraktsrettslige forholdet mellom selskapet og tegner. Bestemmelsene viderefører Aksjeloven av 4. juni 1976 nr 59 § 2-5, og var ikke ment å medføre vesentlige endringer i ugyldighetsreglene.⁵² Rettspraksis og teori før asal./asl av 1997 er derfor av rettskildemessig stor vekt. Bestemmelsen gjelder gyldigheten av aksjetegningen i forholdet mellom tegner og selskapet, samt muligheten for partene til å påberope seg at tegningen ikke er gyldig, jf ordlyden ”..ikke bindende..”

Hovedregelen er at påberopelsen av enhver ugyldighetsinnsigelse avskjæres ved registrering i Foretaksregisteret slik at tegningen er gyldig. Dette gjelder hva enten de formelle kravene i § 2-9 ikke er fulgt, forbehold ikke har kommet til syne i tegningen⁵³ eller at tegningen er ugyldig etter ”..alminnelige regler for formuerettslige disposisjoner”,⁵⁴ jf § 2-10 (1) og (2) første punktum.

Med sistnevnte tenkes det særlig på ugyldighetsgrunner etter avtaleloven kapittel 3, men (2) gjelder også villfarelse og bristende forutsetninger som er aktuelt i forbindelse med

⁴⁹ Normann Aarum s. 263

⁵⁰ NOU 1996:3 Ny aksjelov s. 111

⁵¹ Aarbakke s. 337

⁵² NOU 1996:3 s. 89

⁵³ Der tegningen ”likevel blir bindende” blir forbeholde uten virkning for selskapet, se Aarbakke m.fl. s. 120 og 122

⁵⁴ Dette innebærer at de alminnelige kontraktsrettslige regler kommer til anvendelse, se Andenæs s. 111

et prospekt. Henvisningen i (2) første punktum innebærer ikke noe annet enn det som allerede følger av alminnelige kontraktsrettslige prinsipper.⁵⁵

Ugyldigheten inntreffer ikke automatisk. Selskapet eller tegner må varsle Foretaksregisteret om ugyldighetsinnsigelsen, jf § 2-10 (1) tredje punktum.

Fra denne hovedregelen gjøres et unntak for sterke ugyldighetsinnsigelser, jf § 2-10 (2) annet punktum. § 2-10 (2) nevner kun enkelte av de såkalte sterke ugyldighetsgrunnene, og man har i teorien diskutert hvordan bestemmelsen skal leses.⁵⁶ Ordlyden kan tyde på at listen over sterke ugyldighetsgrunner som fremdeles kan påberopes etter registrering er uttømmende, da det kun er ”..falsk, forfalsket, foretatt under grov tvang eller er i strid med vergemålsloven” som nevnes. Jf ordlyden ”..når den er..” De beste grunner taler imidlertid for at alle sterke ugyldighetsgrunner omfattes.⁵⁷ I det alt overveiende antall tilfeller vil tegner hevde seg ubundet med bakgrunn i svake ugyldighetsgrunner, hvor retten til å påberope seg ugyldighet bortfaller i og med registrering.⁵⁸ Tegner vil vanskelig oppdage at enkelte av opplysningene selskapet har gitt ikke stemmer med de faktiske forhold før etter registrering. I og med at registrering i praksis skjer umiddelbart etter at tegningen er gjennomført og innbetaling skjedd, er adgangen til å påberope seg ugyldighet praktisk talt utelukket.⁵⁹

3.2.1.2 Verdipapirhandelloven § 5-13

Vphl § 5-13 er en særregel som regulerer tegners adgang til å påberope seg ugyldighet grunnet villedende eller ufullstendige opplysninger i prospekt. Reguleringen gjelder kun der prospektplikten utløses etter vphl § 5-1, og således ikke prospektplikten etter børsforsk.

Den prinsipielle hovedreglen om ugyldighet fremgår av første ledd, jf ordlyden ”ikke bindende.” Tegner kan påberope seg at tegningen er ugyldig frem til registrering i de tilfeller der prospektet og annet markedsføringsmateriale inneholder villedende eller

⁵⁵ NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper, s. 87

⁵⁶ Se blant annet Knudsen s. 2 flg, Bergo s. 405 flg., Normann Aarum s. 262 flg. og Werpen s. 626 flg.

⁵⁷ NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper, s. 87

⁵⁸ Normann Aarum s. 262

⁵⁹ Bergo s. 412

ufullstendige opplysninger. Forutsetningen er at de uriktige forhold er av typen som ”..må tillegges vekt..” ved bedømmelsen om å akseptere tilbudet. Se også § 5-10 (2).⁶⁰

Denne regelen følger allerede av avtaleloven kapittel 3 og alminnelige avtalerettslige prinsipper.⁶¹ Kravene til hvilke type uriktige forhold som kan medføre ugyldighet er også i tråd med alminnelige kontraktsrettslige prinsipper om ugyldighet og gjelder tilsvarende for regelen i asal § 2-10. Med grunnlag i asal § 2-10 følger således samme regel av prospektreglene i børsforsk.

Den praktiske hovedregel kommer imidlertid til uttrykk i unntaket i annet ledd, som viser til asal. § 2-10 (1) jf (2), og avskjærer alle andre innsigelser enn sterke ugyldighetsgrunner.⁶²

3.2.2 Sammenhengen mellom reglene om ugyldighet og erstatning

Konsekvensen av at en tegning kjennes ugyldig, er restitusjon av det leverte. Tegner må følgelig oppgi den nytegnede eierandelen i selskapet, men har på den annen side krav på tegningsbeløpet. Ved erstatning kan tegner kreve sitt økonomiske tap for reduksjonen i aksjens verdi dekket, og heri ligger kjernen i begrunnelsen for å anvende samme regel for erstatning som for ugyldighet. Den økonomiske realiteten vil gjennomgående være den samme,⁶³ og tegners rett til å kreve erstatning vil dermed undergrave det vernet ugyldighetsreglene er ment å gi aksjeinnskuddet.⁶⁴ Hensynene som begrunner ugyldighet vil følgelig tilsvarende for erstatning.

Dersom uriktig informasjon i prospekt gir en tegner rett til å hevde seg ubundet, vil dette ofte gjelde de fleste eller samtlige tegnere ettersom samme prospekt gis alle potensielle tegnere og det gjennomgående vil samme opplysninger som ”..må tillegges vekt..”, se vphl § 5-13. Det samme vil trolig gjelde for erstatningskrav, selv om det økonomiske tapet som kreves erstattet kan variere. Dersom kursfallet ikke medfører at selskapet blir verdiløst eller går konkurs vil erstatningskravet typisk være lavere enn

⁶⁰ En slik kvalifisering innebærer et visst vesentlighetskrav, Jf Ot.prp. 29 (1996-97) s. 104.

⁶¹ Se blant annet Bergo s. 412

⁶² Se 3.2.1.1

⁶³ Se blant andre Normann Aarum s. 263, og Aarbakke s. 336

⁶⁴ Knudsen s. 4

tilbakebetalingskravet ved ugyldighet. Etter omstendighetene kan det imidlertid også være større, dersom tegner kan kreve indirekte tap dekket.

Følgen ved konkurs er imidlertid forskjellig ved at en ugyldig tegning har separatistrett,⁶⁵ mens erstatningskravet kun har alminnelig dividenderett i boet, jf dekningsloven av 8. juni 1984 nr 59 § 7-7 (2).

3.3 Erstatning

Den grunnleggende holdning siden mellomkrigstiden har vært at det er utelukket å holde selskapet erstatningsansvarlig etter registrering.⁶⁶ Platou uttalte på 30-tallet at en aksjetegner som har blitt lurt, må ”..stevne den eller de skyldige til erstatning; det er på disses bekostning, ikke på selskapets, det vil si kreditorers, at han skal nyte erstatning.”⁶⁷

Regelen har imidlertid vært diskutert både i rettspraksis og teorien.

3.3.1 Rettspraksis

I Rt. 1915 s. 256 stilte Høyesterett krav til det emitterende selskap om å begrense investors risiko i tråd med kontraktrettslige prinsipper. Høyesterett var den gang åpen for erstatning i motsetning til den generelle holdningen de antok til ugyldighet. I begrunnelsen pekte Høyesterett på tilliten til markedet og betydningen av et åpent og ærlig tilbud, med det formål å begrense investors risiko og bedre utsiktene til avkastning. Tegners undersøkelsesplikt strakte seg ikke lenger enn at han skulle kunne stole på tegningsgrunnlaget.

Høyesterett uttaler at dersom det viser seg ”..at innbydelsen og dermed ogsaa det foretagende, til hvilket den søker det tegnede publikums støtte, bygger paa et i faktisk henseende uriktig grundlag, er aktietegningen ikke bindende for tegnerne.”⁶⁸

Rt. 1988 s. 982 Norske Cruise, gjaldt krav på innbetaling av kommandittinskudd. Kommandisten fikk medhold i at innskuddsforpliktelsen var falt bort som en følge av bristende forutsetninger etter tegning på grunn av forskyvning av betalingsterminene i

⁶⁵ Bergo s. 409-410

⁶⁶ Se fotnote 6

⁶⁷ Platou s. 66

⁶⁸ se dommen s. 265-266

forhold til tegningsinnbydelsen, etter at kapitalforhøyelsen var blitt registrert. Dommen må antas å gjelde tilsvarende for et as/asa.⁶⁹

Den såkalte ”Tweendeck-saken”, en voldgiftsrettssak publisert i Nordiske Domme for Sjøfartsanliggende, gjaldt ugyldighetsinnsigelser i et kommandittselskap som skulle eie og drive tweendeckeren Nortween Nova. Voldgiftsretten tok ikke stilling til ugyldighetsinnsigelsen og erstatningskravet, med den begrunnelse at de var bortfalt ved stiftelsen av selskapet og registreringen av kapitalforhøyelsen i tråd med vanlige selskapsrettslige synspunkter.⁷⁰ Selskapet var insolvent, og retten anså det som vesentlig ”...at hele den fastsatte ansvarskapital er tilgjengelig på selskapets hånd og kan benyttes til dekning av dets kreditorer.”

Voldgiftsretten mente for øvrig at Høyesterett i Norske Cruise-dommen gjaldt regler om uttreden og dermed ikke var relevant i den foreliggende sak.⁷¹

En avklaring ble gitt av Høyesterett i Labogas-dommen, der det ble fastslått at ugyldighetsregelen også gjelder for erstatning. Dommen gjaldt også her et kommandittselskap,⁷² hvor kommandistene gjorde gjeldende at de var ubundet og ikke forpliktet til å betale innkalte innskudd. De hevdet de var blitt villedet og krevde tilbakebetaling av innbetalt innskudd, erstatning og rett til uttredelse. Kravene ble avslått da de alle var en art som avskjæres ved registrering. Om erstatningskravet uttalte Høyesterett:

”Når det gjelder kravet på erstatning, bemerker jeg at de hensyn som medfører at kommandittistene ikke kan fragå tegningen, og således ikke kreve fritakelse for videre innskuddsplikt eller tilbakebetaling av innskudd, tilsier at de heller ikke kan vinne fram med et erstatningskrav mot selskapet. Dette gjelder hva enten erstatningskravet ses som et alternativt grunnlag for å få tilbake det som søkes oppnådd gjennom anførslene om ugyldighet, eller om erstatningskravet begrenses til den ”overpris” som ble betalt ved ervervet av andelene. .. Et erstatningskrav må i tilfelle rettes mot personer som eventuelt er ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget.”

⁶⁹ Se Rt. 1996 s. 1463; ”De hensyn som ligger bak regelen i aksjeloven, gjør seg også gjeldende i kommandittselskap hvor kommandittistenes ansvar er begrenset og hvor komplementaren er et aksjeselskap.”, se Bergo s. 413

⁷⁰ se dommens s. 402

⁷¹ se dommens s. 406

⁷² se fotnote 63

Uttalelsen i Labogas er et såkalt obiter dictum. Et obiter dictum er en uttalelse i en dom som ikke har vært nødvendig for å begrunne resultatet, og har således ikke prejudikatsvirkning. Likevel er det god grunn til å legge vekt på en slik uttalelse, da den må anses som et signal om hvilket standspunkt Høyesterett vil innta i eventuelle senere saker. Særlig gjelder dette i saker som Labogas, hvor dommen er enstemmig.⁷³

3.3.2 Teori

Til tross for at uttalelsen i Labogas-dommen kun er et obiter dictum, synes det lite tvilsomt at reglen er den samme som ugyldighet.⁷⁴ Man kan imidlertid spørre seg hva som er årsaken er til at teoretikerne er enige i at gjeldende rett avskjærer erstatning ved registrering, men samtidig er så vidt kritiske til samme regel. De fleste som har skrevet om temaet de siste årene har tatt til ordet for at det bør skje en endring, og kan dypest sett si noe om hvor opplagt løsningen er de lege lata.

I teorien er det lagt sentral vekt på reglene om innbetaling av aksjekapitalen. Hensynet til kreditor og øvrige tegnere gjør seg gjeldende også ved en erstatningsutbetaling, ved at deler av eller hele aksjekapitalen utbetales til enkelte eller samtlige aksjonærer etter at denne er registrert. Reelt sett innebærer dette at kapitalforhøyelsen finansieres med selskapets egne midler. Man antar dermed at erstatningsutbetalingen må skje etter reglene om nedsettelse av aksjekapitalen i asal. kapittel 12, tilsvarende ugyldighet.⁷⁵

Det er antatt i teorien at det samme skjæringspunktet må gjelde ved erstatningskrav mot selskapet fra kjøpere i sekundærmarkedet.⁷⁶

3.3.3 Lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer av 18. mai 2001 nr. 22

Stortingets vedtakelse av lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer av 18. mai 2001 nr. 22 muliggjorde Statoil å holde tegnere, investorer og tilretteleggere skadesløse for tap disse måtte påføres på grunn av uriktig informasjon ved emisjonen våren 2001. Loven synes som en bekreftelse på regelen som avskjærer selskapets erstatningsansvar etter registrering, jf ordlyden i § 2 ”..uten hinder av ellers

⁷³ se Eckhoff 172-173

⁷⁴ Se blant andre Knudsen s. 4 flg., Normann Aarum s. 262 flg, Bergo s. 416 flg. og Werpen s. 625

⁷⁵ Se innledningen s. 4

⁷⁶ Bergo s. 425

gjeldende selskaps- og verdipapirrettslige prinsipper og regler”. I forarbeidene tolkes rettstilstanden i samme retning som skissert ovenfor.⁷⁷

3.4 Skadesløserklæringer fra selskapet

En skadesløserklæring er en form for ansvarsfritakelse gitt til fordel for bestemte personer, begrenset gjennom samme erklæring. En slik erklæring etablerer et kontraktsforhold mellom selskapet og vedkommende selskapet fritar for, og medfører at selskapet indirekte blir erstatningsansvarlig overfor tegnere. I det følgende behandles de erklæringer som gis overfor selskapets kontraktspartnere og dernest overfor underwritere.

En skadeløserklæring gitt overfor selskapets kontraktspartnere, vil trolig kun være praktisk overfor tilrettelegger og styret.⁷⁸ Revisorer, advokater og andre rådgivere har en så vidt begrenset rolle ved en emisjon, at det ikke blir aktuelt å holde disse skadesløse.

I utgangspunktet reguleres forholdet mellom selskapet og tilrettelegger eller styremedlem av kontrakten supplert med alminnelige kontraktsrettslige regler om kontraktstolkning. Spørsmålet er om aksjerettslige prinsipper hindrer selskapet å holde tilrettelegger eller styremedlem skadesløs for ansvar disse pådras i forbindelse med utførelsen av oppdraget.

Dersom tegner retter et erstatningskrav mot en av de nevnte medarbeidere, gir skadesløserklæringen den medarbeidende skadevolder en mulighet til å henvende seg til selskapet og søke regress. Forskjellen i det formelle rettslige grunnlag endrer imidlertid ikke det faktum at kravet innholdsmessig er identisk med tegners, og den økonomiske effekten for selskapet er lik den ved et direkte krav på selskapet. Etter at kapitalforhøyelsen er registrert vil et slikt regressansvar trolig være i strid med norsk rett.⁷⁹

⁷⁷ Ot.prp. nr 47 (2000-2001) punkt 3 Om lov om garantistillelse fra Statior ASA ved emisjon og salg av statens aksjer

⁷⁸ se s. 15

⁷⁹ se Bergo s. 418 og Normann Aarum s. 266

Ved emisjoner som også henvender seg til internasjonale investeringsselskaper og tilretteleggere (underwritere), er det ikke uvanlig disse krever at selskapet skal forplikte seg til å holde dem skadesløse dersom en investor fremmer erstatningsansvar mot tilrettelegger som følge av feil i tegningsmateriale/prospektet ved handel i sekundærmarkedet.

Selskapet stiller seg følgelig objektivt ansvarlig for ethvert tap investorer påføres på grunn av uriktig eller villedende informasjon i tegningsmateriale. En slik erklæring innebærer at selskapet er erstatningsrettslig ansvarlig både før og etter registrering. Slik skadesløserklæring vil imidlertid være uforenelig med norsk rett, dersom selskapet påtar seg ansvar i etterkant av registrering.⁸⁰

I forbindelse med Statoils privatisering og børsnoteringen på Oslo Børs og New York Stock Exchange (NYSE) våren 2001, gjennomførte selskapet samtidig en aksjeemisjon hvor de i hovedsak henvendte seg til utenlandske investorer, i tillegg til norske investorer. Flere av de utenlandske investorene krevde skadesløserklæring fra Statoil for feil i prospektet. I og med noteringen ved NYSE fulgte blant annet strengere prospektkrav, noe jeg ikke vil kommentere i det videre.⁸¹

Stortinget vedtok i den forbindelse en særskilt lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer av 18. mai 2001 nr. 22. Med tillatelse av Kongen kunne Statoil ASA lovlig stille de nødvendige garantier, herunder avgi skadesløserklæringer for erstatningskrav fra tegner eller kjøper som følge av uriktige, villedende eller mangelfulle opplysninger i prospekter med tilbud om å tegne eller kjøpe aksjer, jf lovens § 1.

Loven er ikke begrenset til garanti overfor tegnere, og gjelder også overfor kjøpere på sekundærmarkedet, jf lovens § 1 ”..stille nødvendige garantier i forbindelse med emisjonen..” I teorien har det vært anført at bakgrunnen trolig er at det ville være praktisk umulig å sondre når det foretas et nedsalg kombinert med en emisjon.⁸²

⁸⁰ Se blant andre Knudsen s. 7, Normann Aarum s.266 og Bergo s. 418

⁸¹ Normann Aarum s. 266-267

⁸² Werpen s. 634

Etter norsk rett vil skadesløserklæringer således kun være lovelige der de er gitt som alminnelig lov.

3.5 Ansvarsfraskrivelser

Styremedlemmer, tilrettelegger, revisor, advokater og andre ansvarssubjekter vil være interessert i om og i hvilken grad de kan fraskrive seg deler eller hele ansvaret. Følgene av slike ansvarsfraskrivelser vil være at ansvaret veltes over på de øvrige aktørene i ulik grad. Spørsmålet om ansvar kan fraskrives skal bare kort behandles her.

Asal. § 17-3 til § 17-5 gir generalforsamlingen kompetanse til å treffe beslutning om ansvarsfraskrivelse eller om at ansvar ikke kan gjøres gjeldende overfor de personer og organer nevnt i § 17-1.

Selskapet og den selskapet inngår kontrakt med i forbindelse med utarbeidelsen av emisjonsprospektet kan avtale ansvarsfraskrivelse innenfor rammene av avtalelovens § 36 og andre alminnelige kontraktsrettslige prinsipper om rekkevidden av avtaleklausuler om ansvarsfrihet.⁸³

I den grad tegners krav ikke blir dekket av øvrige ansvarssubjekter på bakgrunn av ansvarsfraskrivelser, vil tegner fremdeles være avskåret fra å kreve erstatning av selskapet.⁸⁴

3.5.1 Konklusjon av rettstilstanden de lege lata

Alt i alt er rettskildene relativt samstemte i synet på gjeldende rett. På bakgrunn av reelle hensyn påpeker kritiske røster imidlertid at avveiningen av motstridende interesser ikke synes så åpenbar. Av hensiktsmessighetshensyn behandles de øvrige reelle hensyn som muligens kan begrunne en annen regel, i kapittel/punkt 4

⁸³ Knudsen s. 7

⁸⁴ Se blant andre Knudsen s. 7 flg.

4 Komparativ rett

I europeiske land er reglene om prospekter tilpasset EU-retten slik at prospektplikten og kravene til prospektets innhold er svært like. Amerikanske regler har vært retningsgivende for den EU-rettslige utviklingen og utarbeidelsen av de fire friheter, her særlig fri flyt av kapital tjenester.⁸⁵ Prospektkravene er mer omfattende enn det man normalt finner i Europa, som medfører ekstrakostnader der emisjoner også rettes mot amerikanske investorer.

Ansvarsreglene varierer imidlertid fra land til land og erstatningsansvaret er påvirket av det aktuelle lands rettstradisjon på området for erstatningsansvar for ren formueskade.⁸⁶ Slik konkurransesituasjonen i kapitalmarkedet er, vil rettstilstanden i andre land være av interesse i en debatt om regelen etter norsk rett bør endres.

I det følgende behandles rettstilstanden i de skandinaviske land og deretter gis en kort redegjørelse over regelen i henholdsvis Storbritannia, Tyskland og USA.

4.1.1 Fremmed retts betydning som rettskilde

I drøftelser av norsk rett kan henvisninger til utenlandsk rett tjene som illustrasjonsmateriale og dels som argumenter for at spørsmålene bør løses likedan hos oss. Dette gjelder særlig der ett og samme rettsforhold har tilknytning til flere land og der rettssystemene har flere likhetstrekk. Dansk og svensk rett er særlig relevant, men også tysk, engelsk, fransk og amerikansk rett benyttes ofte.⁸⁷

4.1.2 Dansk rett

I dansk rett er verken tegners påberopelse av generell ugyldighet eller erstatning regulert i aksjelovgivningen.

Ugyldighet ved kapitalforhøyelse er regulert i Aktieselskabsloven av 9. januar 2002 nr 9 (ASL) § 35, som viser til regelen om stiftelse i lovens § 7. Frem til registrering i Ervervs- og Selskabsstyrelsen kan tegner påberope seg ugyldig tegning dersom formkravene i aksjelovgivningen ikke er fulgt, jf ASL. § 7 (1), tilsvarende norske asal.

⁸⁵ se punkt 5.2.2

⁸⁶ Normann Aarum s. 250

⁸⁷ Eckhoff s. 284 flg.

§ 10-7 (3) første punktum. Samme regel gjelder for tegner og selskapet der ugyldig forbehold er gitt, jf ASL. § 7 (2). Etter registrering vil tegningen være bindende og eventuelt forbehold være bortfalt med mindre ugyldighet er påberopt, jf ASL. § 7 (1) annet punktum.

Beslutningen om kapitalforhøyelse skal anmeldes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen innen fire uker etter at aksjekapitalen er innbetalt, og senest 12 måneder etter generalforsamlingens beslutning om forhøyelse av aksjekapitalen, se ASL § 156 (1) jf § 36 (2) første og siste punktum.

Begrunnelsen for å avskjære ugyldighetsinnsigelser er den samme som etter norsk rett.⁸⁸

Spørsmålet er om regelen § 7 nr 2 gir uttrykk for, også gjelder alminnelige kontraktsrettslige ugyldighetsregler, slik at registrering avskjærer adgangen også i slike tilfeller? I motsetning til norsk rett, synes danske teoretikere å være enige i at regelen må vike til fordel for aksjetegner. Schans Christensen anfører at; ”Der synes at være almindelig enighed om, at ... den viljeserklæring, som aktietegningen er udtryk for, således vil kunne erklæres ugyldig efter de almindelige aftaleretlige regler herom, og dette også efter at registrering er sket.”

Som i norsk rett skiller man i dansk rett mellom svake og sterke ugyldighetsgrunner, slik at retten til å påberope svake ugyldighetsgrunner faller bort etter registrering. Sterke ugyldighetsgrunner som umyndighet, grov tvang og falske, samt uriktige opplysninger, kan imidlertid alltid gjøres gjeldende.⁸⁹

Werlauff⁹⁰ har tatt til ordet for at det må være en grense for hvilke ugyldighetsgrunner som kan medføre at tegner ikke lenger er bundet, samt de følger dette får for selskapet. Det vil være mindre betenkelig å akseptere ugyldighet hvor kun en aksjetegner har tegnet på uriktige premisser, i motsetning til situasjoner hvor samtlige aksjonærer kan påberope seg ugyldighet og dermed sette selskapet i en svært vanskelig og kanskje ruinerende situasjon.

⁸⁸ Schans Christensen s. 251, se U1983.204V

⁸⁹ Kommentarer i Thomson/Karnov til ASL. § 7

⁹⁰ henvist til i Schans Christensen s. 172-173, se U1911.267 og U1921.450

Hensynet til tredjemenn som foretar disposisjoner i tillit til opplysningene om selskapets forhold som ble offentliggjort gjennom registreringen, ivaretas ved skjerpede krav til reklamasjonen. Det er nettopp ved denne avveiningen danskene har latt tegneres interesser gå først, i motsetning til både norsk og svensk rett.⁹¹

Etter dansk rett settes det imidlertid ikke samme likhetstegn mellom ugyldighet og spørsmålet om selskapets erstatningsansvar. Tradisjonelt anser man det som svært problematisk at den innbetalte aksjekapitalen som skal beskytte tredjemann betales ut til noen aksjonærer. Prinsippet bak reglene i ASL om kapitalbeskyttelse tilsier at utdeling av aksjekapitalen kun kan skje gjennom reglene om utbytte, nedsettelse av aksjekapitalen eller ved likvidasjon av selskapet. ”Ved at åbne mulighed for, at aktionærer kan rejse erstatningskrav mod selskabet kan aktionærer i realiteten ”konverteres” til kreditorer, hvorved der røres ved den ”prioritetsrækkefølge”, der gælder for de to grupper.”⁹²

Mange teoretikere har lenge avvist erstatning både før og etter registrering.⁹³ Schaumburg-Müller og Bruun Hansen⁹⁴ viser til det såkalte *flood gate*-argumentet⁹⁵, som begrunnelse for at erstatning ikke bør kunne kreves av selskapet. Årsaken er problemet med avgrensningen av den erstatningsberettigede kretsen.

Aksjeselskapslovgivningen utelukker på den annen side ikke at det kan forekomme situasjoner hvor det vil være riktig å la tegner rette et krav mot selskapet.

Hafnia-saken⁹⁶ har vært et sterkt bidrag til avklaring av rettstilstanden. Morselskapet i et stort forsikringskonsern utstedte nye aksjer til tegning. Kun en måned etter at emisjonen var gjennomført gikk utsteder konkurs. To private investorer gikk til sak og krevde

⁹¹ Schans Christensen s. 90

⁹² Schans Christensen s. 90-91

⁹³ Blant andre Werlauff, Sandeberg s. 173, viser til P. Schaumburg-Müller og E. Werlauff, Ansvar for børsmission, UfR 1997 s. 456 på s. 461.

⁹⁴ Sandeberg s. 172, viser til P. Schaumburg-Müller og E. Bruun Hansen, Dansk børsret; værdipapirmarkedsret s. 145 flg.

⁹⁵ *Flood gate*-argumentet gjelder spredning av risiko og problemet med den store kretsen potensielt skadelidende. Argumentet innebærer at spredningsrisikoen må hensyntas når man skal bestemme omfanget av den erstatningsberettigede kretsen. Se CaS s. 132

⁹⁶ U2002.2067H

erstatning for til sammen 30.000 DKK, av selskapet, tilrettelegger, revisor, styreformannen og administrerende direktør. Højesteret fant, i motesetning til SØ- og Handelsretten, at børsprospektet ikke var mangelfullt og misvisende på en måte som ga grunnlag for å pålegge noen av de saksøkte erstatningsansvar, og frifant disse til tross for det lave erstatningskravet. Højesteret anerkjente følgelig selskapet som erstatningssubjekt i denne forbindelse.

Dommen har vært kritisert for at det skal for mye til før man anser opplysninger i et prospekt som uriktige og villedende. Det stilles dermed store krav til tegners undersøkelsesplikt og aktsomhet, fordi investering i aksjer i seg selv er forbundet med forretningsmessige risiki.⁹⁷ De strenge aktsomhetskravene medfører at muligheten til å kreve erstatning fra selskapet på grunn av feilaktige eller villedende opplysninger er sterkt begrenset.

Danske teoretikere peker på at den økonomiske realiteten vil være den samme uavhengig av om det er tilbakebetalingskrav som følge av ugyldighet eller erstatning. Beskyttelsen av egenkapitalen kan således ikke få avgjørende vekt for erstatningsspørsmålet, når den ikke er tilstrekkelig til å begrunne avskjæring av ugyldighetsadgangen. Midler som er tilført selskapet på feilaktig grunnlag vil heller ikke ha en beskyttelsesverdig interesse.⁹⁸

Videre kan reelle hensyn tilsi at det er særlig grunn til å beskytte investorene i børsnoterte selskaper, da disse handler aksjer med den informasjonen som løpende gjøres tilgjengelig av selskapet som eneste grunnlag. Investeringene gjelder ofte store pengebeløp, og ønsket om å styrke investorbeskyttelsen, og derigjennom tilliten til verdipapirmarkedet, er sterke argumenter for at selskapet kan bli erstatningsansvarlig.⁹⁹

Rettspraksis og mange teoretikere synes å mene at selskapet som sådan kan bli erstatningsansvarlige overfor aksjetegner.¹⁰⁰

⁹⁷ Schans Christensen s. 90

⁹⁸ Sandeberg s. 172, viser til B. Gomard, Aktieselskaber & Anpartsselskaber s. 91

⁹⁹ Schans Christensen s. 294 flg.

¹⁰⁰ Schans Christensen s. 91

Kjøpere av aksjer i det sekundære marked gir ikke rett til erstatning for uriktig informasjon i prospekt av selskapet. Med mindre selskapet selger egne aksjer vil ikke selskapet være part i kontraktsforholdet. Partene er en investor og en eksisterende aksjonær med et investeringsselskap eller lignende som mellommann og ansvaret faller således på andre aktører enn selskapet.¹⁰¹

4.1.3 Svensk rett

Etter gjeldende svensk rett er det klart at et aksjeselskap ikke kan bli erstatningsansvarlige overfor sine aksjetegnere, og at retten til å påberope seg ugyldighet er avskåret etter registrering.¹⁰² Aktiebolagskomiteen foreslo imidlertid å innføre prospektansvar for selskapet i SOU 1999:3 i ny lag om finansielle instrumenter § 13. Både dagens rettstilstand og forslaget behandles i det videre.

I henhold til 2 kap 5§ Aktiebolagslagen (ABL), jf 4 kap 8§, kan en tegning kjennes ugyldig, fordi tegningen ikke følger formkravene fastsatt i ABL eller tegner har tegnet aksjer på feilaktige vilkår frem til kapitalforhøyelsen registreres i Patent- og registerverket. Det samme gjelder nytegning på vilkår som ikke stemmer med beslutningen om å forhøye aksjekapitalen, fordi det foreligger ufullstendige eller feilaktige opplysninger i prospektet eller annet tegningsmateriale. Registreringen er ment å ha reparerende virkning, og regelen er begrunnet med hensynet til å forhindre at registrert aksjekapital reduseres.¹⁰³

Svensk erstatningsrett avviker noe fra norske erstatningsrettslige regler. I Sverige forutsetter et ansvar for alminnelig formuesskade at skadevolder har begått en straffbar handling eller at ansvaret er uttrykkelig hjemlet i lov, også kjent som ”spärregeln”.¹⁰⁴

Selskapets ansvar for medarbeideres uaktsomhet utenfor kontrakt kan i visse tilfeller finne sitt grunnlag i reglen om arbeidstakerses prinsipalansvar i 3 kap 1§ Skadeståndslagen (SkL). Personkretsen er imidlertid noe begrenset i denne sammenhengen, slik at blant annet daglig leder, men derimot ikke styremedlemmer

¹⁰¹ Se Commercial-saken, U2000.2176H hvor en medvirkende bank ble holdt ansvarlig for uriktige opplysninger i en børsmeddelelse i forbindelse med en aksjeemisjon, og JSC

¹⁰² Sandeberg s. 284

¹⁰³ Sandeberg s. 267-268

¹⁰⁴ Sandeberg s. 103 flg. og Normann Aarum s. 247 flg.

omfattes av regelen.¹⁰⁵ SkL. er i prinsippet anvendelig også i kontraktsforhold, men unntakene er betydelige, og kommenteres ikke videre her.¹⁰⁶

(ABL) 4 kap 18§ pålegger stifterne, styret, daglig leder (verkställande direktör) samt revisor ansvaret for feil i prospektet.¹⁰⁷ Selskapets ansvar er derimot ikke regulert i ABL eller aksjerettslig lovgivning for øvrig, og ansvaret må bedømmes etter alminnelige erstatningsrettslige regler om culpa. Svensk praksis og doktrine har satt organansvaret etter alminnelige erstatningsrettslige regler til side og fastslått at muligheten for et aksjeselskap å utbetale erstatning til sine aksjonærer strider mot de aksjeselskapsrettslige regler om beskyttelse av aksjekapitalen.¹⁰⁸

Rettstilstanden i Sverige de lege lata er strengere enn etter norsk rett, men begrunnelsen er svært lik, og kreditorenes interesse har fått avgjørende betydning.¹⁰⁹

I den senere tid er problemstillingen aktualisert i svensk rett etter avgjørelsen i RH 1984:28, som holdt et selskap erstatningsrettslig ansvarlig overfor aksjonærer med bakgrunn i ledelsens uaktsomme utførelse av sine plikter. Dommens prejudikatsverdi er sterkt kritisert i juridisk litteratur, men det kan hevdes at dommen er et uttrykk for en ”mer generös inställning till ansvar för t.ex. emissionsprospekt än som tidigare antagits”.¹¹⁰

I tråd med endrede markedsbehov fremla den svenske regjeringen forslag til reform av hele aksjelovgivningen. Med bakgrunn i det regjeringen anser som en eksplosjonsartet vekst i det svenske aksjemarkedet, har de fremmet forslag om prospektansvar for selskapet gjennom en endring i Lagen om handel med finansiella instrument § 13.

”Upprättar ett bolag vid emission av fondpapper ett emissionsprospekt enligt 2 § eller ett börsprospekt enligt 5 kap. 5 § lagen (1992:534) om börs- och clearingverksamhet eller, vid aktieägarers försäljning av fondpapper, ett erbjudandeprospekt enligt 5 §, och är prospektet på grund av uppsåt eller vårdslöshet från bolagets sida, felaktigt eller bristfälligt, svarar bolaget för skada som därigenom vållas den som tecknat eller köpt

¹⁰⁵ Sandeberg s. 261

¹⁰⁶ Sandeberg punkt 12.1.2.

¹⁰⁷ Prospektplikten påligger styret, jf 15 kapittel ABL

¹⁰⁸ Sandeberg s. 259

¹⁰⁹ se SOU 2001:1, pkt. 6.4 på s. 253

¹¹⁰ Sandeberg s. 261, sitat hentet fra Kedner, G - Roos, C M - Skog, R, Aktiebolagslagen, del II s. 266

fondpapper av bolaget, av den aktieägare som gjort erbjudandet eller av det värdepappersinstitut som bolaget eller aktieägaren anlitat för att placera fondpapperen på kapitalmarknaden.”

Det ligger et utkast til lovforslag på remiss, med håp om at den trer i kraft 1. januar 2005.¹¹¹

Sentrale momenter ved aksjelovskomiteens vurdering av behovet for selskapets prospektansvar er den sterke internasjonaliseringen av kapitalmarkedene, rettstilstanden i land de ønsker å sammenlikne seg med og den økende bruken av underwriter-instituttet.¹¹²

For det første mener komiteen at beskyttelsen av selskapets bundne egenkapital ikke i seg selv kan begrunne et totalforbud mot utbetaling av erstatning fra selskapet. Riktignok motvirker dagens svenske ordning unødvendige prosesser basert på allmenn misnøye over lavere aksjekurs enn forventet og søksmål med påstander om uriktigheter i informasjonsmateriale. På den annen side anser komiteen det som høyst utilfredsstillende at selskapet, på bakgrunn i feilaktige eller villedende opplysninger, skal kunne oppnå kanskje hundretalls millioner kroner i økt betalingsevne.

For det andre er selskapet pålagt erstatningsansvar for uriktige opplysninger i prospekt i de ledende internasjonale kapitalmarkedene, framfor alt i USA og Storbritannia. En velfungerende verdipapirhandel er avhengig av samtlige aktørers tillit. Regler som skal sikre investorenes interesser får mindre betydning uten tilhørende sanksjonsmuligheter. Sverige stilles konkurransemessig dårligere ved at de, i motsetning til andre land med et velutviklet aksjemarked, ikke har en uttrykkelig regel om selskapets erstatningsansvar ved emisjon.

Til sist peker komiteen på den økende bruken av underwritere. Underwriting-avtalene inneholder regelmessig skadesløserklæringer fra selskapet angående prospektets riktighet. I forhold til svensk rett er det usikkert om erstatning kan utbetales på grunn av underwriters midlertidige rolle som aksjeeier. Det har forekommet at utenlandske underwriter-institutter har trukket seg ut på grunn av det generelle risikobildet, noe som

¹¹¹ Se www.riksdagen.se/rixlex/dokument

¹¹² pkt. 6.6.1. på s. 254 flg.

igjen fordyrer emisjonsprosessen. Samtidig innebærer det en konkurransemessig ulempe for svenske selskaper og investorer som ønsker å operere på det internasjonale kapitalmarkedet.

Aktiebolagskommitten konkluderer med ”..att de argument som kan anføres for å ålegge bolaget et skadestandsansvar for fel og brister i emissionsprospekt veier så tungt at den nuværende prinsippene at et aktiebolag ikke på kontraktsrettslig grunn kan bli skadestandsskyldig mot sine aktieeiere ... henfører seg til tekening ... måste overges.”

I første omgang begrenset komiteen omfanget av erstatningsansvaret til selskaper som har prospektplikt. Prospektplikten oppstår når et ”publikk aktiebolag” (asa) utsteder aksjer til nytekening for minst 300.000 svenske kroner og retter seg mot en ”videre krets”.¹¹³

Hensynet til å beskytte selskapets bundne egenkapital står sentralt i begrunnelsen for dagens restriktive syn på muligheten for å holde selskapet erstatningsrettslig ansvarlig. Aktiebolagskommitten drøfter om erstatningskravet bør begrenses til kun å gjelde selskapets frie egenkapital, slik at den bundne egenkapital står urørt. Et slikt alternativ har imidlertid komiteen avslått. For det første avviker en slik løsning fra det som gjelder for erstatningskrav mot selskapet for øvrig. For det andre kan et slikt alternativ innebære betydelige ulemper, blant annet en risiko for nye krav og prosesser ettersom selskapet opparbeider seg ny fri egenkapital. Faren for at erstatningsansvaret blir så omfattende at hele eller deler av den bundne egenkapitalen forsvinner og selskapet i verste fall går konkurs, reduseres gjennom avgrensningen av kretsen av skadelidte mot aktører på sekundærmarkedet.

Avgrensningen av kretsen av skadelidende er et virkemiddel for å begrense omfanget av erstatningsansvaret. Komiteen understreker at det saklig sett er vanskelig å hevde at en krets investorer er mer beskyttelsesverdige enn andre. Hensynet til selskapets kreditorer tilsier likevel at kretsen bør begrenses mot investorer i sekundærmarkedet.

¹¹³ Jf Prospektdirektivet Rdir. 89/298

Erstatningsansvaret kan alternativt bli svært omfattende med krav som langt overstiger innskuddene selskapet oppnådde ved kapitalforhøyelsen

Bruken av underwriting-institutter innebærer at en investor som kjøper aksjer av underwriter mister sin rett til erstatning sammenliknet med en som har tegnet aksjer tilbudt av selskapet. Komiteen mener tegnere eller kjøpere gjennom underwriting-institutter bør gis tilsvarende rett til å kreve erstatning.¹¹⁴

4.1.4 Storbritannia

Frem til vedtakelsen av Companies Act 1985 section 111 A¹¹⁵ (CA) kunne ikke en aksjonær søke erstatning av selskapet.¹¹⁶ CA section 111A endret imidlertid dette:

”A person is not debarred from obtaining damages or other compensation from a company by reason only of his holding or having held shares in the company or any right to apply or subscribe for shares or to be included in the company’s register in respect of shares.”

Bestemmelsen omfatter aksjonærer i primær- og sekundærmarkedet.

Financial Service Act 1986 (FSA) section 152 betegner *the issuer* som et av ansvarssubjektene ved uriktige eller villedende opplysninger i prospekt. Betegnelsen omfatter så vel selskapets stiftere, som selskapet selv, slik at selskapet i teorien kan holdes erstatningsrettslig ansvarlig med grunnlag i FSA.

I kraft av selskapets organansvar kan begge reglene gi grunnlag for at erstatningsansvar pålegges selskapet.¹¹⁷ Det mest praktiske er imidlertid å benytte CA 111A.

Selskapets erstatningsansvar for feil i prospekt er uttrykkelig lovfestet, og det er følgelig ikke nødvendig å gå inn på reglene om ugyldighet.

¹¹⁴ SOU 2001:1 pkt. 6.6.3. s. 259

¹¹⁵ komplettert med Companies Act 1989 section 131

¹¹⁶ Jf Houldsworth v City of Glasgow Bank (1880) 5 App Cas 317, HL

¹¹⁷ Sandeberg s. 207

4.1.5 Tysk rett

Selskapets prospektansvar ble innført i 1998 i Börsengesetz vom 17. Juli 1996 (BörsG), se § 45. Det emitterende selskap og medvirkende aktører er erstatningsrettslig ansvarlige for aksjenes verdifall som skyldes feilaktige opplysninger i prospektet. Bestemmelsen omfatter aksjonærer i primær- og sekundærmarkedet. Selskapet har også et organansvar, jf 31 § Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), med mulighet til å søke regress av de ansvarlige i etterkant.

Den grunnleggende begrunnelsen er at kreditorene ved en kapitalforhøyelse uansett ikke vil ha noen berettiget forventning om at den kapital som tilføres selskapet på grunnlag av svik eller andre former for uriktige opplysninger, kan beholdes av selskapet og komme selskapet til gode.¹¹⁸

Answarets omfang begrenses av strenge reklamasjonsfrister ved at skadelidte må gjøre ansvar gjeldende innen seks måneder etter at han fikk kunnskap om at opplysningene var villedende. Preskripsjonsfristen skal aldri overstige tre år fra det ble offentliggjort at prospektet inneholdt uriktige opplysninger.¹¹⁹

I praksis er det fremdeles uvanlig å pålegge selskapet et erstatningsansvar. Tradisjonelt har kreditors interesser og beskyttelsen av aksjekapitalen gått foran investors interesser, og tankegangen virker fremdeles noe begrensende på domstolene. Dette skyldes delvis tegneres begrensede adgang til å påberope seg ugyldighet. Ugyldighet er kun aktuelt dersom de formelle kravene i Aktiengesellschaft (AktG) ikke er oppfylt. Rettspraksis har tidligere avslått krav om ugyldig tegning, selv der ugyldighetsgrunnen har vært reell og alvorlig nok.¹²⁰ I BGHZ 123, 107 fra 1993 påla retten selskapet en "Zug um Zug," som innebærer at aksjene føres tilbake til selskapet mot at investoren får innskuddet tilbake. BHG påla selskapet å erstatte tegners negative kontraktsinteresse til tross for at aksjekursene ikke falt på grunn av den feilaktige informasjonen i prospektet med den

¹¹⁸ Werpen s. 632

¹¹⁹ Normann Aarum s. 270

¹²⁰ Sandeberg pkt 10.5.2, RGZ 54, 128 fra 1903 ble aksjetegning ansett gyldig til tross for at opplysninger i balansen, medtatt i prospektet, var forfalsket. Hensynet til kreditorene og allmennhetens interesser var her avgjørende.

begrunnelse at formålet med regler for prospektansvar er å beskytte tegner mot å bli villedet.¹²¹

4.1.6 USA

I forbindelse med innføringen av The New Deal Securities Statues i 1933-1934 vedtok lovgiver flere Securities Acts, som alle var sterkt influert av markedsøkonomiske ideer og tanker. Målet var å sørge for markedet ble eksponert for all vesentlig informasjon om offentlig omsatte aksjer og forhindre brudd på reglene om verdipapirhandel. Middelet for å oppnå dette er ”full and fair disclosure”. Generelt regulerer Securities Act 1933 (SA) primærmarkedet og Securities Exchange Act 1934 (SEA) sekundærmarkedet, og begge inneholder sanksjonsregler av både sivilrettslig og strafferettslig natur. Fokuset på de frie markedskreftene har resultert i en sterk investorbeskyttelse, og en skadelidende investor kan teoretisk sett kreve erstatning fra hvem som helst som har vært innblandet i tilbudet om tegning ved kapitalforhøyelse.¹²²

Amerikanske aksjerettslige regler legger ingen begrensninger på utbetaling av selskapets egenkapital til aksjeeierne, og både selskapet selv så vel som selskapets kontraktsmedhjelpere kan ilegges ansvar, jf SEA og SA. Til forskjell fra skandinaviske regler, har alle ansvarssubjektene med unntak av selskapet selv anledning til å fraskrive seg ansvar under visse forutsetninger. Selskapet er således underlagt et særlig strengt ansvar etter amerikansk rett. Ofte vil likevel ansvar rettes mot styret, tilrettelegger, revisor og andre rådgivere. Bestemmelsen omfatter både aksjonærer i primær- og sekundærmarkedet.

4.1.7 Oppsummering

Flere av de land vi naturlig sammenlikner oss med har valgt eller er i ferd med å gå i en annen retning enn Norge ved å tillate erstatningskrav fra tegner mot selskapet for uriktig informasjon i prospekt.

I dansk rett har selskapets erstatningsansvar vokst frem gjennom rettspraksis og teori, begrenset av strenge reklamasjonsfrister. Den svenske Aktiebolagskommittén har foreslått prospektansvar. Omfanget begrenses av kretsen skadelidte og

¹²¹ Sandeberg s. 222

¹²² Sandeberg pkt 11.4.1

reklamasjonsfrister. Tysk og engelsk rett har på sin side etablert et vidt ansvar.¹²³

Hensynet til kreditor medfører at tyske domstoler er fremdeles er tilbakeholdende med å pålegge selskapet et erstatningsansvar. Amerikansk rett er spesiell ved at selskapet tillegges et særlig strengt ansvar. Amerikanerne har lenge vært, og er fremdeles førende på kapitalmarkedet i økonomisk og rettslig henseende. USA er et forbilde både for Norge alene og ikke minst for EU. Mye av reguleringen, særlig av de enkelte børser, finner sin modell i USA.

Vurdert opp mot land det er naturlig å sammenlikne oss med, står Norge snart alene om å ha en regel som, for alle praktiske formål, avskjærer selskapets erstatningsansvar.

5 Rettspolitisk drøftelse

5.1 Formålet/hvorfor

Den praktiske hovedregel er at selskapet ikke kan holdes erstatningsrettslig ansvarlig etter registrering i Foretaksregisteret, til tross for at rettskildematerialet er noe sparsommelig og langt på vei styrt av reelle hensyn som har sine røtter tilbake i mellomkrigstiden. Utviklingen de siste 15-20 årene har aktualisert spørsmålet om prospektansvaret, og nye reelle hensyn har kommet til samtidig som flere av de tradisjonelle hensynene har fått ny betydning.

Hensynet til selskapskreditorene og deres mulighet for dekning i aksjekapitalen, sammen med hensynet til de øvrige tegnerne, begrunner rettstilstanden i Norge de lege lata og er behandlet ovenfor. Tegnernes umiddelbare interesse i å få erstatning for sitt økonomiske tap er åpenbar. Spørsmålet som skal behandles i det følgende, er om endringene i kapitalmarkedet har medført at den tradisjonelle avveiningen mellom kreditors og tegners (investors) interesser blir ubalansert, og videre om ubalansen sammen med andre reelle hensyn kan begrunne en endring av regelen. Til sist skisseres mulige løsninger.

¹²³ Werpen s. 636

5.2 Reelle hensyn

Reelle hensyn er en vurdering av om en regel er innholdsmessig og retts teknisk god. Et reelt hensyn har i utgangspunktet begrenset vekt som argument. Likevel kan de slå igjennom overfor andre rettskilder og argumenter dersom de reelle hensynene samlet er klare, mens de øvrige i mindre grad er velfundert eller spriker i flere retninger. Reelle hensyn var avgjørende ved utformingen av dagens regel tidlig i forrige århundre. I denne forbindelse har en rekke teoretikere tatt til ordet for at dagens regel om selskapets erstatningsansvar overfor tegner ikke er en god regel, og flere sentrale reelle hensyn taler for en endring.¹²⁴ I det følgende gis en oversikt over ulike oppfatninger i litteraturen.

5.2.1 Kritikk av regelens begrunnelse

Begrunnelsen for regelen de lege lata preges av at rettsanvendere har trukket paralleller mellom to sanksjoner som ikke er like. I det følgende diskuteres hvor velforankret begrunnelsen er.

For det første er begrunnelsen som er gitt for ugyldighet ved henholdsvis kapitalforhøyelse og stiftelse langt på vei den samme. Bestemmelsen vedrørende kapitalforhøyelsens ugyldighet i asal. § 10-7 (3), viser til § 2-10. Forarbeidene gjør det samme ved at lovgiver i forbindelse med kapitalforhøyelsene simpelthen henviser til begrunnelsen som er gitt om stiftelse.¹²⁵ Kreditorbeskyttelsen står sentralt i begge tilfelle, men det er likevel en forskjell. Ved en stiftelse har ikke selskapet annen egenkapital enn det pålagte førstegangsinnskudd. På den måten truer både erstatningskrav og ugyldighet selskapets eksistens vesentlig mer enn ved kapitalforhøyelse. Det er derfor noe betenkelig at forskjellene ikke er hensyntatt.

For det andre har rettspraksis konkludert med at den økonomiske realitet er så vidt lik ved erstatning og ugyldighet at også erstatning omfattes av regelen. Spørsmålet er om et slikt argument er holdbart i og med at erstatningskravet kan variere så vidt sterkt.

¹²⁴ Eckhoff, s.371 flg..

¹²⁵ Se NOU 1996:3 s. 111, se også Aarbakke m.fl. s. 120-122 og 562-563.

Enkelte teoretikere har hevdet at en erstatningsutbetaling kan innebære et brudd med likhetsgrunnsetningen dersom bare enkelte av aksjonærene får erstattet sitt tap.¹²⁶ Likhetsgrunnsetningen kan imidlertid brukes som argument for å opprettholde dagens regel. Den typiske situasjonen vil nemlig være at et flertall av aksjonærene har krav på erstatning, fordi tegningsmateriale langt på vei er det samme for alle. Overfor de aksjonærer som har fått tilstrekkelig informasjon, eller av andre grunner ikke har lidt et tap, vil det neppe kunne være tale om en urimelig fordel for de som har krav på utbetaling. Se asal. § 5-21 og § 6-28.¹²⁷

Teorien hevder at innbetalingsreglene er et sentralt hensyn til støtte for dagens regel og medfører at erstatningsutbetalingen kun kan skje gjennom reglene om nedsettelse av aksjekapitalen, jf asal. kapittel 12.¹²⁸ Dette kan virke som en noe snever betraktning. Ugyldighet innebærer en tilbakebetaling av tegners innbetalte aksjeinnskudd. Et erstatningskrav er imidlertid dekning av et økonomisk tap, løst fra selve innskuddet som sådan. Dette bør etter min mening medføre at samtlige alternativer i utdelingsregelen i asal. § 3-6 (1) skal kunne anvendes. For øvrig kan jeg vanskelig se at det er riktig å betrakte erstatning som utdeling. Utdeling er ”..enhver overføring av verdier som direkte eller indirekte kommer aksjeeieren til gode,” jf § 3-6 (2). Erstatning er en sanksjon som medfører at erstatningskravet rettmessig tilhører den skadelidte, her tegner, og er følgelig ikke et ”gode.” Etter min mening har reglene om innbetaling liten eller ingen verdi som argument for å avskjære erstatning.

5.2.2 Endringene i markedet

Kapitalmarkedet (med verdipapirmarkedet som en del) har gjennomgått betydelige endringer de siste 15-20 årene, internasjonalt og her hjemme. Veksten i handelen har vært eksplosiv med en sterk økning av nye selskaper som børsnoteres, samtidig som private investorer har blitt aktive deltakere på verdipapirmarkedet.¹²⁹

Verdipapirmarkedene har gått fra å være nasjonale og monopoliserte

¹²⁶ Se blant andre Knudsen s. 8

¹²⁷ Normann Aarum s. 269

¹²⁸ Knudsen s. 2 flg

¹²⁹ I perioden 1996-2000 steg eksempelvis den årlige gjennomsnittlige verdien av den kapital nye børsnoterte selskaper reiste i EU med 98%. I USA var stigningen 34%. Se Nordisk Børsret, red. av Jesper Lau Hansen s. 215 flg.

verdipapirmarkeder for en snever krets kapitaleiere ¹³⁰ til å bli globaliserte, moderne, effektive og kommersialiserte. Den generelle internasjonaliseringen av næringslivet fører også med seg nye krav til verdipapirmarkedet som sådan. ¹³¹

Internasjonaliseringsprosessen medfører økt konkurranse mellom aktørene som både børsene selv og verdipapirforetakene har måttet tilpasse seg til. Utenlandske markedsplasser, investeringsselskaper og investorer er sterke konkurrenter som ikke bare har betydelig kapital, men samtidig innehar en sterk kompetanse. Av den grunn er det av vesentlig betydning at rammebetingelsene er de samme, slik at norske aktører kan være konkurransedyktige. ¹³²

Aarum påpeker at; ”I takt med deregulering av finansmarkedene, fri flyt av kapital samt at den elektroniske utviklingen har medført stadig økt konkurranse mellom børsene [vi har kun én fondsbørs i Norge] om utstedere og investorer, blir hensynet til harmonisering av børss- og verdipapirrettslige regler stadig større. Regler som ivaretar markedsaktørenes interesser har blitt ett nytt konkurranseparameter.” ¹³³

Endringene kan tilskrives en rekke samvirkende forhold hvor det ikke alltid er klart hva som er årsak og hva som er virkning. Utviklingen av et internasjonalisert kapitalmarked har skapt et behov for stadig sterkere samarbeid over landegrensene som også lovgiver er seg bevisst. ¹³⁴ Dette gjelder samarbeid av både praktisk, men ikke minst juridisk, herunder særlig arbeidet med felles regelverk, tilsyn av markeder og utveksling av erfaringer. ¹³⁵

Det finnes en rekke eksempler på praktisk samarbeid hvorav den teknologiske utviklingen, herunder kommunikasjon er særlig fremtredende. Teknologien har muliggjort etablering av automatiserte børser og handelssystemer for omsetning av verdipapirer, og derved redusert behovet for deltagernes fysiske tilstedeværelse. Videre har fremveksten av store institusjonelle investorer med internasjonale porteføljer og krav til variasjon i investeringsprodukter og lave transaksjonskostnader, ikke bare

¹³⁰ Normann Aarum s. 269 og 291

¹³¹ NOU 1999:3 om organiseringen av børsvirksomhet, pkt 14.1.4 s. 138

¹³² NOU 1999:3 se pkt 4.4 s. 28-29

¹³³ Normann Aarum s. 267

¹³⁴ fremgår tydelig av NOU se pkt. 14.1.1 s. 138

¹³⁵ Se Nordisk Børsrett, red. av Jesper Lau Hansen, s. 205

bidratt til konkurranse mellom eksisterende børser, men også til fremveksten av alternative måter å fastsette priser og gjennomføre handler på.

Juridisk har vi sett en gjennomgående nedbygging av den rettslige beskyttelsen mot konkurranse for nasjonale markedsplasser. Denne dereguleringen skyldes i stor grad de EU-rettslige prinsippene om fri flyt over landegrensene av blant annet kapital og tjenester. Prinsippene bygger på at økt konkurranse forventes å gi bedre tilbud til forbrukerne. Konkrete resultater av dette er blant annet EU's investeringstjenestedirektiv og deregulering av valutamarkedene.¹³⁶

Avgjørende for Norge har vært å møte den internasjonale konkurransen gjennom et tettere nordisk samarbeid. De nordiske kapitalmarkeder, her særlig verdipapirhandelsmarkedet, er hver for seg så vidt små at de har sett seg best tjent med å stå sammen mot den internasjonale konkurransen. Samarbeidet mellom de nordiske land har dype historiske røtter, blant annet gjennom Nordisk Råd¹³⁷, og det er naturlig at kapitalmarkedet og dets aktører er en del av dette. Rettslig, er blant annet aksjelovene av 1976, videreutviklet i 1997-lovene, et direkte resultat av dette. Behovet for et nytt handelssystem medførte at børsen i Stockholm og København tok i bruk SAXESS,¹³⁸ som senere resulterte i NOREX, et fellesnordisk verdipapirmarked (aksjer, obligasjoner og derivater)¹³⁹. Finland skal ha fått medlemskap nylig etter en fusjon mellom HEX og OM, og samarbeidet omfatter nå hele Norden med mål om at de Baltiske land blir medlem etter hvert. Børsene er fortsatt selvstendige børser, men benytter samme handelssystem og overvåkingssystem, og fremstår i realiteten som ett marked overfor investor. En stor del av regelverket, deriblant handelsreglene, er også harmonisert, og børsmedlemmene har én ordrebok-. Fordelene er tilgangen på et større marked for børsmedlemmene, interessen for medlemskap utenfra øker, likviditeten er mer

¹³⁶ Fra NOU 1999:3 pkt 14.1.4 s. 138

¹³⁷ Opprettet i 1952

¹³⁸ Opprinnelig kalt SAX2000, et elektronisk handelssystem som gir medlemmene adgang til elektroniske ordrebøker for hvert enkelt verdipapir, og inneholder en rekke andre fasiliteter, se mer i Nordisk Børsrett, red. Av Jesper Lau Hansen

¹³⁹ Opprinnelig kalt NOX (Nordic Exchanges) og etablert 12. juni 1997. Mange børser benytter slike handelssystemer, eksempelvis Nouveau Système Cotation, NSC utviklet av foondsbørsen i Paris. Forskjellen er at systemene installeres individuelt hos kunden, og ikke som NOREX hvor alle benytter samme handelssystem, se Nordisk Børsrett, red. av Jesper Lau Hansen.

fordelaktig for investorene, samtidig som selskapene oppnår eksponering mot et større investorphublikum og får således tilgang til et betydelig kapitalmarked.¹⁴⁰

Gjennom medlemskapet i EØS, er norsk selskaps-, børss- og verdipapirrett sterkt påvirket av EU. Disse rettsområdene er i hovedsak regulert av direktiver.

Investeringsstjenestedirektivet har åpnet for handel over landegrensene blant annet ved at verdipapirforetak med konsesjon fra sitt hjemland ("europeisk pass") kan tilby tjenester i andre medlemsstater, og at regulerte markeder kan tilby grenseoverskridende handel gjennom fjernmedlemmer i andre land. Dette innebærer i større grad at investorer kan velge til hvilke markeder de ønsker å kanalisere sine investeringer og sin omsetning. Foretak med behov for egenkapital eller lånekapital kan lettere hente kapital utenfor sitt hjemmemarked.¹⁴¹

Som en følge av EU-direktiver er blant annet kravene til informasjon, herunder til prospekt og prospektets innhold mer eller mindre samordnet innad i EU.¹⁴² Rdir.

68/151(EOEF) art 11 regulerer medlemsstatens lovgivning om selskapers ugyldighet. I en sak for EU-Kommisjonen, C 106/89, uttalte Kommisjonen at nasjonale lover og forskrifter skal tolkes i lys av direktivets ordlyd og formål, således at et aksjeselskap ikke erklæres ugyldig [gjelder også kapitalforhøyelse] av andre grunner enn de som er oppregnet i Rdir. 68/151 artikkel 11. Det kan stilles spørsmål om norsk rett er i tråd med Rdir. 68/151, men det ligger utenfor oppgaven å behandle denne problemstillingen.¹⁴³

Internasjonaliseringen har også fremtvunget samarbeid globalt. Blant annet gjennom Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) og General Agreement on Trade in Services (GATS) har finansmarkedsaktørene kunnet utvide sitt virkefelt også utenfor de nasjonale markeder som hardner konkurransen ytterligere. Fordelene ved et felles globalt marked ligner de regionale ved at de medfører flere muligheter for de større nasjonale selskapene til å hente egen- og lånekapital gjennom utenlandske aktører i et marked med bedre likviditet og større og mer stabil kapasitet.

¹⁴⁰ Se www.oslobørs.no, introduksjon til børsmarkedet, Nordisk Børsrett, red. av Jesper Lau Hansen

¹⁴¹ NOU 1999:3 pkt 14.1.4 s. 138

¹⁴² Prospektdirektivet

¹⁴³ Temaet er blant annet diskutert av Werpen s. 631-632 og Werlauff

Tilsvarende vil utenlandske investorer kunne investere sine midler i det norske markedet, og nasjonale investorer vil kunne investere i utlandet.¹⁴⁴

5.2.3 Forholdet mellom risikokapital og fremmedkapital

Nytegning øker egenkapitalen i selskapet og betegnes som risikokapital.¹⁴⁵ Kreditorene hvis interesser krever særlig beskyttelse, har bidratt med fremmedkapital. Spørsmålet som skal drøftes i dette punktet er hvilken status de to har som kapitaliseringsmulighet sett i forhold til interessene som begrunner erstatningsregelen, og videre om det har skjedd en endring i forholdet mellom de to som kan påvirke oppgavens problemstilling på noen måte.

Utviklingen de siste år har endret verdipapirmarkedet og på den måten også finansieringsbildet. Lovgiver og juridisk teori har fokusert sterkt på tilliten til selskapet som ansvarssubjekt som helt nødvendig for å få finansiering.¹⁴⁶ Undertiden vil kreditor oppstille som vilkår for å yte kreditt at selskapet skaffer ny egenkapital gjennom en emisjon. Sommeren og høsten 2001 stod Kværner ASA i fare for å slås konkurs. I prosessen med å redde selskapet var eksisterende kreditorer villige til å fornye lånene under forutsetning av at frisk egenkapital ble hentet inn gjennom en emisjon. I en slik situasjon er det neppe uvanlig at långiver holder nytt eller fornyet lån tilbake til registreringen er gjennomført, og er et eksempel på at kreditorenes interesser krever særlig beskyttelse.¹⁴⁷

De siste 20 årenes økte aktivitet på verdipapirmarkedet kan antas å ha medført en sterkere vektlegging av egenkapitalfinansiering og investorbeskyttelse. Store deler av norsk næringsvirksomhet skjer i aksjeselskaper, og det er av den grunn at det legges til rette at måten selskapet stiftes og drives på ”..minimerer selskapenes finansieringsomkostninger og maksimerer selskapenes finansieringsmuligheter, fleksibilitet, handlefrihet og omstillingsevne”. Dersom man vanskeliggjør tilgangen på egenkapital, kan det resultere i en så lav egenkapital at avkastningskravet på lånekapitalen øker på grunn av økt risiko.¹⁴⁸

¹⁴⁴ Hentet fra NOU 1999:3 pkt 4.1 s. 25

¹⁴⁵ Se ovenfor under pkt 2.1

¹⁴⁶ Werpen s. 625

¹⁴⁷ Normann Aarum s. 273

¹⁴⁸ Werpen s. 625-636

Lovgiver har presisert at tilgangen på både risikokapital og fremmedkapital er en forutsetning for et vekstkraftig næringsliv og en nødvendighet for at næringslivet skal kunne hevde seg i den stadig sterkere internasjonale konkurransen.¹⁴⁹

Et velfungerende næringsliv er en forutsetning for verdiskapning i et moderne samfunn. Selskaper trenger kapital for å investere og skape arbeidsplasser. Både det politiske miljøet og næringslivet selv ønsker at private investorer bidrar med kapital på primærmarkedet. Ikke minst er aksje- eller annen egenkapital, i en økonomisk forstand, normalt lettere å betjene enn lån til fast rente.¹⁵⁰

Emisjon har blitt en stadig viktigere finansieringskilde for små og mellomstore asa som har lav egenkapital ved at lite av overskuddet er tilbakeholdt. For potensielle långivere er det et problem at slike selskaper sjelden har eiendeler som kan brukes som sikkerhetsstillelse, og disse selskapene blir ofte ansett som mer risikable enn andre. Tilgangen på ekstern risikokapital via aksjemarkedet blir av den grunn helt nødvendig for at selskapene skal kunne utvikle seg og overleve på sikt. Samfunnet som helhet er lite sårbart for avkastningen i en enkelt bedrift. Sett fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er det gunstig at selskaper kan få finansiert prosjekter med høy forventet avkastning og tilsvarende høy risiko.¹⁵¹

Emisjon kan videre være et sentralt middel for å oppnå tilstrekkelig størrelse til å bli børsnotert. For en rekke selskaper som er notert på Oslo Børs har omfattende emisjoner sammen med en aggressiv oppkjøpsstrategi vært en nødvendig forutsetning for å oppnå børsnotering.¹⁵²

Det endrede synet på risikokapital kan tyde på at fremmedkapital var ansett særlig viktig og derigjennom har vært med på å begrunne den sterke kreditorbeskyttelsen.

¹⁴⁹ NOU 1999:3 pkt 4.3.2 og 5.2.2.1

¹⁵⁰ Bergo s. 67

¹⁵¹ NOU 1999:3 pkt. 5.2.2.1, s. 28-29

¹⁵² Birkeland s. 396

Ensidig fokusering på en av finansieringsmåtene vil kunne få uheldige konsekvenser, og et selskap er således avhengig av enkel tilgang på begge former for kapital.¹⁵³

5.2.4 Markedets tillit

En grunnleggende forutsetning for et fungerende marked er markedsaktørenes tillit, jf vphl § 1-1 og NOU 1999:3 om organisering av børsvirksomhet.¹⁵⁴ Kreditorer må føle en viss sikkerhet for at fremmedkapitalen betales tilbake og investorer må ha utsikt for tilfredsstillende avkastning på kapitalen.

For investorer på et marked er det viktig at de kan operere på like vilkår. Selskapets informasjonsplikt, herunder prospektplikten, og markedsprisregulerende regler er blant de regler som skal sikre like vilkår for alle.

På den annen side er det nødvendig med tilsyns-, kontroll- og overvåkningssystemer på markedsplassen. For å sikre etterlevelse av regelverket må det videre være muligheter for sanksjoner overfor aktører som overtrer regelverkets standarder.¹⁵⁵ Kreditor beskyttes blant annet gjennom erstatnings- og ugyldighetsreglene samt andre utdelingsregler. Tegner står derimot uten sanksjonsmuligheter der selskapet bryter lovpålagte krav med den følge at den reelle risikoen er langt mer omfattende enn avtalt.

Adgangen til å pålegge selskapet et erstatningsansvar kan følgelig ha en preventiv effekt og kan bidra til å øke allmennhetens tillit til markedet.¹⁵⁶

5.2.5 Tegnernes interesser

I det følgende drøftes det for hvorledes endringene i markedet har påvirket tegnernes interesser.

Investorene ved aksjeemisjoner i børsnoteerte selskaper vil ofte være ressurssterke personer som har råd og anledning til å gå til sak. Erstatningssummene kan komme opp i hundretalls millioner, og muligheten til å få dekning hos styremedlemmer personlig er

¹⁵³ Werpen s. 626, viser til Richard A. Brealey, Stewart C. Myers og Alan J Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, USA 1995.

¹⁵⁴ pkt. 5.4.1. s 35

¹⁵⁵ NOU 1999:3, punkt 4.3.3, s. 26 og 27

¹⁵⁶ Normann Aarum s. 291

liten.¹⁵⁷ Omfanget av erstatningsansvaret kan være betydelig og ruinerende for det enkelte styremedlem. Det vil derfor være naturlig for tegner å rette kravet mot selskapet. Her skal det påpekes at svært mange styrever har styreansvarsforsikring, som gir dekning for hele/en del av summen. Der kravene er omfattende vil imidlertid trolig ikke forsikringen dekke hele beløpet. En synergieffekt av dette kan være at selskapet risikerer ikke å få de styremedlemmene de ønsker. Et omfattende styreansvar kan også resultere i at selskapets evne til å handle raskt når det oppstår en mulighet for transaksjoner som krever prospekt begrenses på grunn av risikoen som følger av vervet som styremedlem.¹⁵⁸

Et sentralt aspekt er at aksjeinnskuddet ofte vil gjenfinnes i form av bankinnskudd eller andre aktiva hos selskapet. Av den grunn er det naturlig for tegner å kunne rette erstatningskrav mot selskapet.¹⁵⁹ Samme tankegang begrunner arbeidsgiveransvaret etter skadeserstatningsloven § 2-1 og rederansvaret etter sjøloven § 151.

Videre er tegner gitt en betydelig og til dels umulig undersøkelsesbyrde i en forholdsvis kort tegningsperiode. Ulike tegnere har dessuten varierende ressurser til å foreta tilfredsstillende kontroll, og sannsynligheten for at uriktig informasjon avdekkes først etter registrering er stor.¹⁶⁰ I mange tilfeller vil det ikke bare være svært vanskelig for den enkelte tegner, men også umulig å avdekke eksempelvis culpa fra et styremedlem. I rettspraksis finnes flere eksempler på slike situasjoner.¹⁶¹

Riktignok er investorene ofte profesjonelle, store investeringsselskaper som langt på vei vet hva de skal se etter og har ressurser til å foreta skikkelige undersøkelser. Imidlertid finnes det også en rekke småinvestorer som vanskeligere vil kunne etterprøve riktigheten av informasjonen i prospektet.¹⁶²

¹⁵⁷ Bergo s. 417

¹⁵⁸ Normann Aarum s. 267

¹⁵⁹ Bergo s. 406

¹⁶⁰ Se Normann Aarum s. 441-443 med konklusjonen at ikke tegner i utgangspunktet kan "...pålegges risikoen for at de faktiske opplysninger som fremkommer i tegningsinnbydelsen er korrekte."

¹⁶¹ Werpen s. 633, fotnote 55

¹⁶² Et eksempel er den offentlige emisjonen Telenor gjennomførte, hvor svært mange private og små investorer tegnet seg.

Det kan synes som om lovgiver ikke har hensyntatt det faktum at registrering i Foretaksregisteret ved større aksjeemisjoner skjer straks etter innbetaling av tegningsbeløpet (ofte kun få timer etter innbetaling), samtidig som innbetalingsfristen kun er få dager etter at tegningsperioden er over. Problemet for tegner er at uriktig eller villedende opplysninger i prospekt eller annet tegningsmateriale erfaringsmessig skjer noen tid etter at tegningen er gjennomført. Der det er tale om bevisst forledelse fra selskapet, tilrettelegger, revisor, advokater eller andres side vil det være spesielt vanskelig for tegner å oppdage dette. Et hjelpemiddel i denne forbindelse er børskontrollen. Børsen vil imidlertid i praksis vanskelig kunne avdekke svikt eller ufullstendigheter i de faktiske forhold selskapet oppgir i prospektet.¹⁶³

Tegner tar en risiko ved å investere i aksjer, og muligheten til å få gevinst og utbytte gjenspeiles i denne risikoen. Langt på vei har tegner således akseptert risikoen ved at innskuddet går tapt. Den begrensede muligheten til å avdekke uriktig informasjon i prospektet før registrering og avskjæring av sanksjonsadgangen i etterkant, innebærer derimot en betydelig utvidelse av den risiko tegner har påtatt seg. Situasjonen at tegner må akseptere denne type økonomiske tap og stå tilbake for de øvrige aksjonærene og selskapets kreditorer, er urimelig når investeringsbeslutningen er basert på uriktig grunnlag. Dersom tegner pålegges risikoen for at de faktiske opplysninger som fremkommer i tegningsinnbydelsen er korrekte, innebærer det et alvorlig brudd med svært sentrale kontraktsrettslige regler om krav på erstatning.^{164 165}

Lovgiver har langt på vei anerkjent investors behov for informasjon fra selskapet.¹⁶⁶ Det kan da synes som et paradoks at tegner står forsvarsløs og uten sanksjonsmuligheter der sentrale selskaps- og verdipapirrettslige regler er brutt, og de nærmest er forledet til å tegne aksjer.¹⁶⁷

¹⁶³ Bergo s. 412

¹⁶⁴ Normann Aarum s. 269, og Normann Aarum, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskap, Oslo 1994, s. 441-443. Konklusjonen følger av en drøftelse om betydningen av tegners forhold i vurderingen av om styremedlemme har utvist culpa, men har gyldighet også der tegner kan kreve erstatning av selskapet med grunnlag i organansvaret.

¹⁶⁵ Se også Werpen s. 633, "At hver enkelt tegner da må bære det økonomiske tapet dom følger av evnentuell manglende informasjon, synes ikke å være en god løsning."

¹⁶⁶ Børsforsk. kapittel 5

¹⁶⁷ Se også Bergo s. 414, Werpen s. 624 flg., særlig s. 636,

Et fjerde problem oppstår ved bruken av underwriting-institutter, særlig ved internasjonale emisjoner. En underwriter er formelt sett en tegner og krever gjerne en skadesløserklæring for de tap som måtte oppstå på grunn av feilaktigheter i prospektansvaret. Skadesløserklæringer som pålegger selskapet erstatningsansvar også etter registrering, er imidlertid trolig i strid med norsk rett.¹⁶⁸ Ved slike store emisjoner vil utenlandsk kapital ofte ha svært stor betydning. Ved emisjonen og børsnoteringen av Statoil var så mye som 80 % av de nye eierne utlendinger. For norske selskaper innebærer begrensningen en stor konkurransemessig ulempe, og kan vanskeliggjøre selskapers mulighet til å reise kapital.

Ansvarsreglene kan på den måten påvirke både prissettingen av aksjene og det vederlag ”underwriter” krever for utføring av oppdraget. Erstatningsansvar kan av den grunn være i selskapets interesse, og derigjennom kreditorenes.¹⁶⁹

Statoiloven¹⁷⁰ er et eksempel og en anerkjennelse av at det er et behov for å kunne holde selskapet erstatningsrettslig ansvarlig. Lovgivning var her et mulig hjelpemiddel fordi staten har en betydelig eierandel og kunne benytte lovs form. Alternativt ville det normalt kreves av investorene og tilretteleggerne at staten selv garanterte.¹⁷¹ Loven er hovedsakelig en følge av bruken av utenlandske tilretteleggere, men den er også begrunnet i behovet for økt investorbeskyttelse.¹⁷² Det foretas imidlertid en betenkelig forskjellsbehandling når det kun er de som har tegnet seg i Statoil ASA som får slike rettigheter etter norsk lov.¹⁷³

Det kan stilles spørsmål om dette gir staten som privat eier en tilfeldig fordel? Statlige eierskap kan ikke i seg selv være et argument for å oppstille unntak fra begrensningen i erstatningsadgangen, og det er naturlig å anta at behovet for skadesløserklæringer kan være like reelt også der staten ikke er involvert på eiersiden. Videre vil ønsket om skadesløserklæringer antakeligvis være sterkt og viktig for norske profesjonelle

¹⁶⁸ Se blant andre Normann Aarum s. 266 og Bergo s. 418

¹⁶⁹ Se Normann Aarum s. 267

¹⁷⁰ se ovenfor pkt 3.4.

¹⁷¹ Ot.prp. nr 47 (2000-2001) punkt 4

¹⁷² Ot.prp. nr 47 (2000-2001) punkt 2

¹⁷³ Werpen s. 634 og 636

investorer. En mulig følge kan være at store norske profesjonelle investorer velger å investere i utlandet.

For en mindre investor med tilsvarende lavere innskudd kan betydningen av en skadesløserklæring også være stor. Stasioloven ga samtlige investorer lik rett til å kreve erstatning. Behovet er der, og det synes lite velbegrunnet at et unntak kun skal være aktuelt for store, delvis statseide selskaper.

5.2.6 Prioritetsforholdet i konkurs

Tegners krav kan være tilnærmet like ved henholdsvis restitusjon og erstatning. Prioritetsforholdet ved konkurs er imidlertid vesentlig forskjellig, og denne ulikheten er ikke vektlagt i juridisk teori. Etter alminnelige uskrevne konkursrettslige regler gis tegner, som medkontrahent, separatistrett for ugyldighetskravet ved konkurs. Utgangspunktet er riktignok at tegners innbetaling inngår i selskapets egenkapital som selskapskreditorene generelt har førsterett til dekning i, mens aksjonærene kun har rett til restformuen etter at samtlige selskapsforpliktelser er dekket. Separatistrett er imidlertid trolig en rimelig løsning også for ugyldig tegning.¹⁷⁴

Tegners erstatningskrav har derimot kun alminnelig dividenderett i et konkursbo, jf dekningsloven § 7-7 (2). For selskapskreditorenes del vil erstatningssøksmål følgelig utgjøre en noe mindre trussel ved at tegner må konkurrere med øvrige uprioriterte selskapskreditorer i selskapets konkursbo.

5.2.7 Kreditorenes interesse

Som drøftet ovenfor har investors og tegners behov endret seg noe. Spørsmålet er om endringen påvirker vurderingen av kreditors interesser.

Et moment som ikke er vektlagt i dagens regel er at interessene er noe forskjellig for gamle og nye kreditorer. Under forutsetning av at selskapet er solvent både før og etter registrering, vil ikke de eldre selskapskreditorene være skadelidende så lenge det beløp som tilbakebetales er i behold hos selskapet eller er plassert i andre aktiva. De begunstiges derimot ved at tegnere betaler mer enn selskapet/selskapsandelene er

¹⁷⁴ Bergo s. 409-410

verdt.¹⁷⁵ Nye kreditorer derimot, vil i mange tilfeller legge vekt på den registrerte aksjekapitalen.

Sentralt er likevel at selskapskreditorer, nye eller gamle, uansett ikke vil ha en berettiget forventning om at de midler som er tilført selskapet ved kapitalforhøyelsen på grunnlag ved svikaktige eller feilaktige opplysninger skal komme selskapet og derigjennom selskapskreditorene til gode.¹⁷⁶ En utfordring kan være å skille ut de situasjoner der selskapskreditorenes stilling faktisk svekkes. Hensynet til kreditor begrunner ikke fullstendig avskjæring, men må hensyntas når en eventuell ny regel skal utarbeides.

Selskapskreditorene har også endret karakter i mange henseende. For store børsnoterte selskaper i dag er de sentrale selskapskreditorene langt mer velinformert enn de fleste investorer. Kreditorene, ofte banker, har betydelige ressurser i form av kapital, erfaring og ekspertise til å se om det er sannsynlig at emisjonen gjennomføres, og om det er grunn til å tvile på noen av opplysningene selskapet har gitt. Selskapet vil dessuten gjerne holde seg til samme kreditor/-er, som på sin side vil ha svært god innsikt i selskapet både gjennom særlig informasjonstilgang og gjennom økonomisk rådgivning.

Alene innebærer prospektansvaret at kun selskaper med prospektplikt, og for øvrig et strengt informasjonskrav omfattes. Slike selskaper er gjerne store og er ofte børsnotert, og betenkelighetene blir andre og delvis mindre sammenlignet med mindre aksjeselskaper.

Som nevnt ovenfor, kan det være tilnærmet umulig for investorer å foreta de nødvendige undersøkelser av et prospekt. Den arbeidsmengde slike undersøkelser påfører investor vil samtidig gi samfunnsøkonomiske tap. I et slikt perspektiv kan det være økonomisk langt mer effektivt å la undersøkelsesbyrden ligge på kredittinstitusjonene.¹⁷⁷

I denne forbindelse må det selvsagt påpekes at langt fra alle kreditorer har samme tilgang på informasjon om selskapet, eller erfaringen i å foreta vurderinger av en

¹⁷⁵ Bergo s. 415-416

¹⁷⁶ Werpen s. 632

¹⁷⁷ Se Werpen s. 632-633

forestående emisjon. Langt på vei vil disse ha tilsvarende utgangspunkt som en mindre investor uten videre innsikt i selskapet, og ikke i seg selv begrunne den særlige interesseavveiningen.

5.2.8 Hensynet til medtegnere

Avskjæringen av adgangen til å påberope ugyldighet er delvis begrunnet i hensynet til de øvrige investorer som valgte å tegne aksjer, og deres interesse i at aksjekapitalen virkelig tilføres selskapet. Som for erstatning vil ugyldighetsgrunnene gjennomgående medføre at samtlige kan kreve restitusjon av tegningsbeløpet. I den grad ugyldighet eller erstatning kun gjelder enkelte tegnere vil heller ikke de øvrige ha en berettiget forventning om at kapitalforhøyelsen gjennomføres, og egenkapitalen øker på svikaktig eller feilaktig grunnlag på bekostning av enkelte medtegnere. Hensynet til medtegnerne kan således vanskelig hindre en rett til å påberope ugyldighet og kreve erstatning.¹⁷⁸

5.2.9 Samlet vurdering av reelle hensyn

Gjennomgående taler de reelle hensyn for å innføre erstatningsansvar for selskapet. Et sentralt moment er at de opprinnelige interessene som begrunner dagens regel har endret seg i favør av tegner. Kreditor er imidlertid en meget sentral aktør og krever en særlig beskyttelse i allmennaksjeselskapsformen. Hensynet til kreditor alene er imidlertid ikke tilstrekkelig til å begrunne en så vidt sterk tilsidesettelse av tegners og markedets interesser.

Behovet for tilpasning til utenlandske regler er et argument som åpenbart ikke var av betydning da den tradisjonelle lære ble utviklet i mellomkrigstiden. For et lite og, relativt sett, ubetydelig land som Norge,¹⁷⁹ er behovet for å koordinere praksis og regelverk med det internasjonale kapitalmarkedet, helt avgjørende hvis vi i det hele tatt skal ha mulighet til være konkurransedyktige.¹⁸⁰ Et sentralt samfunnmessig argument til

¹⁷⁸ Werpen s. 632-633

¹⁷⁹ Vurdert fra størrelsen på kapitalmarkedet sammenlignet med land som USA, Storbritannia, Tyskland, Japan, Frankrike osv. Selv sammenlignet med Stockholms Fondbörs er vi små. Oslo Børs har 40 medlemmer, hvorav 10 er fjernmedlemmer. Ultimo juni 2002 var 205 selskaper børsnotert med en samlet markedsverdi på ca. 82 mrd. Euro. Stockholmsbörsen har 82 medlemmer, hvorav 44 er fjernmedlemmer. På samme tid var 302 selskaper børsnotert med en samlet markedsverdi på ca. 240 mrd. Euro, se Nordisk Børsrett, red. av Jesper Lau Hansen, s. 228.

¹⁸⁰ se blant andre Bergo s. 406, Normann Aarum s. 262 flg, Werpen s. 631 flg.

støtte for erstatningsansvar er dessuten betydningen av kapitalmarkedets allokeringssfunksjon.¹⁸¹

Dagens aksjelovgivning ivaretar riktignok behovet for en klar og entydig rettssituasjon, men dansk rettspraksis har vist at rettssituasjonen ikke blir uhåndterlig selv om man ikke har et skjæringstidspunkt å forholde seg til.¹⁸² Utfordringen blir således å utforme en regel som hensyntar alle sentrale interesser så langt det er mulig.¹⁸³

5.3 Alternative erstatningsregler

Mange hensyn taler for å revurdere og endre dagens regler, fordi forholdet på vektskålen har blitt et annet sammenlignet med de vurderinger begrunner reglene slik de er i dag. I det følgende skisseres og drøftes mulige løsninger.

En løsning er å innføre erstatningsansvar for selskaper for uriktige opplysninger i prospekt uten begrensninger. Erstatningsansvaret kan i mange tilfeller vise seg å bli så omfattende at selskapet ikke har flere likvide midler igjen med den følge at det går konkurs.

Beskyttelsen av selskapskreditorene taler, etter min mening, sterkt for at man må søke å begrense omfanget noe. Dette kan gjøres ved å endre og stille strengere krav til de tre grunnleggende vilkår for å oppnå erstatning.

Kravene til påregnelighet og adekvat årsakssammenheng har stor betydning for om erstatning er en praktisk sanksjon for tegner. For tegner kan det i seg selv være svært vanskelig å bevise at noen selskapet er ansvarlig for, har handlet culpøst. Videre kan kursfallet og tegners økonomiske tap være et resultat av flere samvirkende årsaker, og det kan av den grunn være vanskelig å påvise tapets størrelse. Det vises til redegjørelsen av ulike teorier ovenfor i punkt 3.1.3.

¹⁸¹ se Normann Aarum s. 270, se om kapitalmarkedets allokeringssfunksjon i NOU 1999:3, pkt. 5.3 s. 30-31

¹⁸² Werpen s. 635, se punkt 4.1.3 om strengere reklamasjonsfrist

¹⁸³ Se punkt 5.3

Ansvarsgrunnlaget vil også påvirke erstatningsansvarets omfang. En mulighet er å kreve grov uaktsomhet eller forsett.¹⁸⁴ Man kan også avgrense ansvaret mot den nedre del av uaktsomhet. Gjennom en svakere uaktsomhetsform kan selskapet unngå ansvar for feil som er av nærmest tilfeldig karakter, for på den måten å redusere mengden unødvendig tvister. En slik avgrensning byr imidlertid på vanskelige grensespørsmål og gir rom for mye tvil og liten forutsigbarhet for både tegner og selskapet. Etter min mening bør man i det minste innføre et erstatningsansvar for selskapet i de tilfeller der noen selskapet svarer for har opptrådt grovt uaktsomt eller forsettelig. Jeg kan imidlertid ikke se at tegner må bære ansvaret og risikoen for uaktsomhet selskapet er ansvarlig for.

Omfanget av tegners økonomiske tap kan begrenses blant annet gjennom kretsen av skadelidte og hvilke del av egenkapitalen som kan røres.

Diskusjonen om man skal begrense antall skadelidende gjennom en avgrensning mot kjøp og salg i sekundærmarkedet er omfattende og skal bare kort nevnes her. Den svenske Aktiebolagskommittén har foreslått en slik løsning.¹⁸⁵ Imot en slik avgrensning står hensynet til sammenhengen mellom reglene, og hensynet til å skape et effektivt marked som aktørene har tillit til. Investor tar riktignok en frivillig risiko, men det er hevdet at dette ikke alene kan begrunne en begrensnings av ansvaret mot sekundærmarkedet. I denne sammenhengen er det verdt å påpeke at Statoil-loven også åpnet for skadesløserklæringer eller garantier overfor investorer som kjøpte aksjer på grunnlag av uriktige, villedende eller mangelfulle opplysninger i prospektet(er) for Statoil ASA, jf lovens § 1.¹⁸⁶

Hensynet til kreditorene taler sterkt for at selskapets ansvar i forhold til aksjonærene aldri bør kunne overstige selskapets frie egenkapital. En slik løsning kan forsvares ved at kreditorenes interesser ikke strekker seg lengre enn til at selskapet kan dekke sine forpliktelser og er solvent.¹⁸⁷ Aktiebolagskommittén avviser imidlertid en slik løsning, og begrunner dette med at de øvrige begrensningene i ansvaret er tilstrekkelig. En begrensnings til den bundne egenkapitalen avviker dessuten fra de regler som gjelder for

¹⁸⁴ Se U200.2176H og oppgavens punkt 3.1.3

¹⁸⁵ SOU 2001:1 pkt. 6.6.3

¹⁸⁶ Normann Aarum s. 266-267

¹⁸⁷ Normann Aarum s. 274 og 268

øvrig for erstatningskrav mot selskapet, og at regelen vil være prosessstygende. Videre kan man risikere at nye krav påberopes ettersom selskapet opparbeider seg ny egenkapital.¹⁸⁸ Etter min mening vil det være både i aksjonærenes, kreditorenes og selskapets interesse å avgrense ansvaret mot den bundne egenkapitalen. På den måten sikrer man deler av verdiene i selskapet og hindrer at selskapet som sådan går konkurs.

Utover grunnvilkårene for erstatning, kan man flytte skjæringstidspunktet fra registrering og heller oppstille knappe foreldelsesfrister. Omganget av erstatningsansvaret vil dermed begrenses noe. Både i tysk og dansk rett har man strenge reklamasjonsfrister, og Aktiebolagskommittén har foreslått det samme. Begrensningen er, etter min mening, både effektiv og vil kunne underbygge tillit hos aktørene ved at tegner har en reell mulighet til å reise et erstatningskrav, men kun i en begrenset tidsperiode som kreditorene kan forholde seg til. Rettsteknisk vil den også være forutsigbar.

Lovgiver bør, etter min mening, vurdere å pålegge selskapet et erstatningsansvar for uriktige opplysninger i prospekt. Kreditorene må imidlertid hensyntas, og som det fremgår her, er mulighetene til løsninger som kan begrense et erstatningsansvar mange.

Aarum påpeker at det svenske forslaget er en ”..kompromissløsning mellom motstridende hensyn, som dessuten er rettsteknisk god. Erstatningsansvaret blir mindre omfattende dersom dette forslaget legges til grunn.”¹⁸⁹

Dersom man åpner for prospektansvar må man ta stilling til om tegners adgang til å få kjent tegningen ugyldig også bør utvides. Denne problemstillingen drøftes imidlertid ikke i denne sammenhengen.¹⁹⁰

¹⁸⁸ SOU 2001:1 s. 261, pkt. 6.6.5

¹⁸⁹ Se blant andre Normann Aarum s. 270 flg, og Bergo s. 418 flg.

¹⁹⁰ Se Normann Aarum s. 274

6 Konklusjon

Redegjørelsen viser at et allmennaksjeselskap er erstatningsansvarlig overfor aksjetegnere for uriktig eller villedende informasjon i et prospekt ved en kapitalforhøyelse. Tegners adgang til å rette et erstatningskrav mot selskapet avskjæres imidlertid ved registrering i Foretaksregisteret. I de fleste tilfeller oppdages ikke den uriktige eller villedende informasjonen før etter registrering har skjedd, og kapitalforhøyelsen er gjennomført. Den praktiske hovedregel er følgelig at adgangen til å kreve erstatning fra selskapet er avskåret.

Sterke reelle hensyn sammen med oppfatninger i juridisk teori taler sterkt for at selskapet, de lege ferenda, bør kunne pålegges et erstatningsansvar overfor tegner for uriktig eller villedende informasjon i prospekt også etter registrering.

7 Litteraturliste

7.1 Lovregister

7.1.1 Norske lover

Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven, avtl.) av 31. mai 1918 nr 4

Skadeserstatningsloven av 13. juni 1969 nr 26 (skl)

Lov om fordringshavernes dekningsrett av 8. juni 1984 nr 59 (dekningsloven)

Lov om verdipapirsentral av 14. juni 1985 nr 62 § 1-2 (1) litra a.

Lov om sjøfart av 24. juni 1994 nr 39 (sjøloven)

Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 44 (asl.)

Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 45 (asal.)

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl)

Lov om revisjon og revisorer av 15. januar 1999 nr 2 (revisorloven)

Lov om børsvæsen av 17. november 2000 nr 80 (børsloven)

Lov om garantistillelse fra Statoil ASA ved emisjon og salg av statens aksjer av 18. mai 2001 nr. 22. (statoilloven)

7.1.2 Utenlandske lover

Aktieselskabsloven av 9. januar 2002 nr 9 (ASL)

Skadeståndslagen (SkL)

Aktiebolagslagen (ABL)

Companies Act 1985 section 111 A (CA)

Companies Act 1989 section 131

Financial Service Act 1986 (FSA)

Börsengesetz vom 17. Juli 1996 (BörsG)

Bürgerliches Gesetzbuch (BGB)

Aktiengesellschaft (AktG)

The New Deal Securities Statues i 1933-1934

Securities Act 1933 (SA)

Securities Exchange Act 1934 (SEA)

Investerings-tjenestedirektivet, vedtatt av EUs Ministerråd 1. mai 1993 med ikrafttredelse 1. juli 1995.

Rdir. 68/151(EOEF) om samordning av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper nevnt i traktatens art. 58

Rdir. 89/298 Prospektdirektivet (det foreligger et nytt prospektdirektiv, men det påvirker ikke denne oppgaven og jeg forholder meg til den nevnte)

7.2 Forskrifter

Børsforskriften av 17. januar 1994 nr 30 § 2-1 (1) (børsforsk.)

7.3 Forarbeider

7.3.1 Norske forarbeider

NOU 1999:3 om organiseringen av børsvirksomhet

NOU 1996:2 om lov om verdipapirhandel

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning

Ot.prp. 29 1996-97 om lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr 47 (2000-2001) Om lov om garantistillelse fra Statiol ASA ved emisjon og salg av statens aksjer

Innstilling nr. 80 1996-97 Ny aksjelovgivning

7.3.2 Utenlandske forarbeider

SOU 1999:3 ny aktiebolagslag; forslag til ny lag om finansielle instrumenter § 13

7.4 Rettspraksis

7.4.1 Norsk rettspraksis

Rt. 1915 s. 256

Rt. 1926 s. 512

Rt. 1932 s. 145

Rt. 1934 s. 946

Rt. 1988 s. 982 Norske Cruise

ND 1991 s. 372 (voldgiftsdom)

Rt. 1996 s. 1463 Labogas

Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd sak 4/97, 5/97, 16/97 og 17/97

Børsstyrets uttalelser i vedtak 12. august 1997 inntatt i Vedtak og Uttalelser 1997
s. 56-59

7.4.2 Utenlandsk rettspraksis

U1983.204V

U2000.2176H - Commercial-saken

U2002.2067H - Hafnia-saken

RH 1984:28

Houldsworth v City of Glasgow Bank (1880) 5 App Cas 317, HL

BGHZ 123, 107 fra 1993

RGZ 54, 128 fra 1903

EU-Kommisjonen, C 106/89

7.5 Bøker

Jo Hov, Avtalebrudd og partsskifte, Oslo 1997

Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett, Oslo 1998

Mads Henry Andenæs, Aksjeselskapsrett, 2.utg, Oslo 1998

Magnus Aarbakke og Fredrik Martinussen, Kommentarer til Aksjeloven og
Allmennaksjeloven, Oslo 2000

Oscar Platou, Selskapsret II, 2. utg. 1933

Peter Lødrup, Lærebok i erstatningsrett, 3.utg. Oslo 1995

Rune Sæbø, Innsidehandel med verdipapirer, Bergen 1995

Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tøgard
Trøbråten, Kommentartutgaven til Verdipapirhandelloven, Oslo 2002

Torstein Eckhoff, Rettskildelære, 5 utg.2001 ved Jan E. Helgesen

7.6 Artikler i tidsskrifter

Fredrik Buchardt Werpen, Lov og Rett 2001 s. 624 flg.

Gudmund Knudsen, Tidsskrift for Forretningsjus 1997 nr 4 s. 1 flg.

Kristin Normann Aarum Tidsskrift for Rettsvitenskap s. 239 flg.

Magnus Aarbakke, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1989 s. 333 flg.

Tor Birkeland, Tidsskrift for Forretningsjus 2001 nr 4 s. 396 flg.

7.7 Utenlandsk litteratur

Catarina af Sandeberg, Prospektansvaret; Caveat emptor eller caveat venditor, Stockholm 2001

Erik Werlauff, Selskabsret, Thomson, 5.utg, 2003

Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber : Aktie- og anpartsselskabsret, Thomson, 2003

Jesper Lau Hansen, redigert av, Nordisk Børsret, København 2003

Henvist til gjennom annen litteratur:

B. Gomard, Aktieselskaber & Anpartsselskaber

Kedner, G - Roos, C M - Skog, R, Aktiebolagslagen, del II s. 266

P. Schaumburg-Müller og E. Werlauff, Ansvar for børsmission, UfR 1997 s. 456

P. Schaumburg-Müller og E. Bruun Hansen, Dansk børsret; værdipapirmarkedsret s. 145 flg.

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers og Alan J Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, USA 1995.

7.8 Elektroniske dokumenter

Kommentarer i Thomson/Karnov

www.riksdagen.se/rixlex/dokument

www.oslobørs.no

